全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长股价值投资

姚辉/著

价值为王 赢在选股

厘清中国股市过去和现在，
勾画出未来的波浪，二十多年实战案例反思总结，
首创三位一体选股方法，
近五年年平均收益率12.2%

中国科学技术大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长股

价值投资

姚辉/著

中国科学技术大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内容简介

本书以丰富详实的数据和具体生动的案例，揭示出股市周期性牛熊交替的基本特征和两种基本力量如何影响股市涨跌的规律。作者对二十多年投资案例进行反思总结，吸收消化诸多成功大师理念精髓，首创成长股价值投资三位一体的选股方法，并阐明具体操作步骤和内容。依据现实数据，作者对未来中国经济增长点、股价潜在上涨空间及具体潜力行业等做出了分析。

本书通俗易懂，可操作性强，不失为普通投资大众学习价值投资的经典读物、职业投资者和专业人士开拓思路的启迪读物，也可作为大专院校投资理财类课程的教学参考书。

图书在版编目(CIP)数据

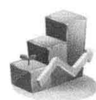
成长股价值投资/姚辉著．—合肥：中国科学技术大学出版社，2013.6
ISBN 978-7-312-03220-2

Ⅰ．成… Ⅱ．姚… Ⅲ．股票投资—基本知识 Ⅳ．F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 106598 号

出版 中国科学技术大学出版社
安徽省合肥市金寨路 96 号，230026
网址：http://press.ustc.edu.cn
印刷 中国科学技术大学印刷厂
发行 中国科学技术大学出版社
经销 全国新华书店
开本 710 mm×1000 mm 1/16
印张 18.5
字数 226 千
版次 2013 年 6 月第 1 版
印次 2013 年 6 月第 1 次印刷
定价 38.00 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



序言

价值投资是金

价值投资是金，这是我二十多年来股市实践经验教训的总结。

股票投资，究竟应该做长线，做中线，还是做短线？这是股票市场长期争论不休的焦点，也是令投资大众深感困惑和烦恼的问题。

以“金子”价买入的若是“白菜”，持有时间越长则损失越大。管理平庸的企业，有可能以虚假繁荣蒙蔽世人一时，但纸终究包不住火，其“庐山真面目”早晚会暴露。

相反，由于市场集体误判，极具价值的“金子”跌成“白菜”价时，就值得你为之大胆付出并耐心等待。优异企业持续演绎的精彩业绩，终将会赢得以股价持续涨升为回报的市场喝彩。

闪光的不一定是金子，但是金子总会有闪光的那一天。而“白菜”价与“金子”价值的巨大差异，就是你未来的收益空间。其实，价值投资的真谛就是这么简单。

由于价格和价值的巨大差异，决定了价格回归价值的过程一般都不是短时期可以完成的。从价值投资的本质和实际结果而言，真正重要的不是时间的长短，而在于你对价格与价值关系的正确把握和灵活应对。

虽然价值投资在国外成熟市场已经被投资大众广为接受，但在中国沪、深股市却仍饱受讥讽与质疑，真正坚持实践价值投资并掌握其基本原理和精髓的投资人极少。

也许正是由于中国沪、深股市的这种现状，才使以价值投资为利器的 QFII（合格境外机构投资者）进入沪、深股市如入无人之地，近十

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年来以高出数十倍的年平均收益率大胜国内公募基金。

牛市熊市——缘何收益没差别

当我以证券营业部打印的原始交易记录为依据，将资金按使用时间加权平均计算了连续十年的业绩后，结果让自己也有些难以相信。但这些数据都反复核对过，经得起任何监管部门的核查，如表1。

表1　2003年至2012年按上证指数涨幅与投资账户盈亏的累计收益比较

（按2002年底初始资本金为1计算）

时间（年）	上证指数涨幅（%）	投资年收益率（%）	上证指数累计收益本利和	投资账户累计收益本利和
2003	10.27	16.13	1.102 7	1.161 3
2004	−15.40	−20.93	0.932 9	0.918 2
2005	−8.33	−4.77	0.855 2	0.874 4
2006	130.43	58.96	1.970 6	1.390 0
2007	96.66	26.60	3.875 4	1.759 8
2008	−65.39	9.52	1.341 3	1.927 3
2009	79.98	4.47	2.414 0	2.013 4
2010	−14.31	50.32	2.068 6	3.026 6
2011	−21.68	−38.27	1.620 1	1.868 3
2012	2.60	67.30	1.662 2	3.125 7
2003至2007年年均复利收益率			31.12%	11.97%
2008至2012年年均复利收益率			−15.57%	12.18%
2003至2012年年均复利收益率			5.21%	12.07%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资账户近十年的年平均复利收益率为12.07%，而前五年的年平均复利收益率为11.97%，仅仅是同期上证指数年平均复利收益率31.12%的1/3多点；后五年的年平均复利收益率为12.18%，业绩甚至稍稍超过前五年，而同期上证指数年平均复利收益率为－15.57%。由于后五年业绩大幅战胜市场，使得整个十年反而以超过市场(5.21%)一倍以上的12.07%的年平均复利收益率大幅获胜。

一切皆是出于偶然或幸运？也许你会这么想。但是，当我把二十多年来的投资经验和教训与你分享后，也许你就不会这么简单地下结论了。对往年经验教训的反思与总结使我相信，即使后五年的业绩也许有一些幸运的成分，但如果不是这么多年持续与价值投资“扯上关系”，近五年的幸运也就不大可能与我“扯上关系”。

二十年沉浮的反思

我从1992年夏天开始投资股票，也是从那年开始在大学讲授股票类课程。1992年至1996年五年的时间里，我一直既注重公司基本面分析的价值投资选股，又十分热衷于貌似“科学而精确”的技术分析中短线波段操作。这个混合投资模式由于1996年大牛市的业绩平平而被完全放弃，那年我的投资收益率还不及上证指数涨幅的一半。

这个结果让我无颜面对，内心充满了挫败感。因为不仅从1992年起股票就是我的研究和教学重点，而且我还在1994年至1996年期间担任上市公司皖能电力的证券投资顾问。

在对1996年交易记录进行认真细致地分析后，我发现所谓的技术分析很不靠谱，一年中干了很多“捡了芝麻，丢了西瓜”的傻事。反思与总结，使我完全放弃了使用多年的技术分析操作模式。别看在媒体上那些所谓“低进高出，波段操作”的分析师们信誓旦旦，实际上业内人士都知道，他们自己的操作可远远不是嘴上说的那么美妙。

1997年，由于我转向以价值投资为主导的中长线投资模式，在随

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后的五年牛市中较为顺利。尤其1999年火爆牛市的大获成功，开始使我误判自己的能力，自以为对股市的把握已经得心应手、渐入佳境，犯下当时很多机构和个人投资者同样的大错——以很高的利率借款投资股票。这个错误使我在市场最低迷的2005年，几乎一直处在破产的边缘。好在那些朋友都还讲交情，陪我熬到2007年的牛市才陆续撤资，感谢他们的支持让我度过险境。但这样的教训刻骨铭心，让我至今一直如同对待毒品一样对待借款投资股票。

从表1的数据可以看出，2003年至2007年五年间，我的投资业绩差得有些离谱，五年的年均复利收益率仅仅为11.97%，与以上证指数涨幅计算的五年年均复利收益率31.12%相差甚远。这五年，我主要输在心态上，因为拿别人的钱投资输不起。尤其是2006年和2007年的操作，一跌就担心再回到2005年的险境，几乎是重演了1996年的模式，大好行情做得零零散散、一段一段的。

我2006年和2007年挑选的很多股票，年度涨幅都高出指数涨幅很多。其中，吉恩镍业、中金岭南、云南铜业和锡业股份等几个有色金属股票，都在两年内上涨了十倍以上。由于借款投资心态脆弱，身居宝山却错失大好机遇。

这五年的经历，让我充分体验了股票市场神秘莫测的一面。更让我刻骨铭心的是，超出自己能力的借款投资错误，一次也不应该犯。即使方法正确，没有正常的心态也一样会错失大好行情，不但不能战胜市场，甚至还会犯下大错。

从2008年至2012年的投资收益看，我的操作并不跟随市场主流，而且经常是逆向行动。2008年、2010年和2012年，我的投资年收益率领先上证指数涨幅74.91,64.63和64.7个百分点；2009年和2011年则落后上证指数涨幅75.51和16.59个百分点。

后五年的整体业绩说明，独立于市场主流的逆向思维与操作，会给投资带来好运。这五年，全部是自有资金投资，2009年甚至把银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的房贷也提前还清。无债一身轻，好的心态可以给投资带来好运。

股票投资难不难

股票投资，既简单又不简单。说简单，这个生意一买一卖就完成了，人人都可以做。然而，股票又是一个特殊的商品，其价格走向受到公司盈利状况和投资者情绪双重因素的影响。当年，科学家牛顿在损失两万英镑巨款后感叹："我可以测算天体的运行，却不能计算人类的愚蠢。"

几百年来，人们发明了五花八门的数学模型或技术图表，试图像定位天体运行一样精确定位股票价格的波动轨迹。实践表明，至今人们还没有找到这样的数学模型或技术图表。也许对于股票这种特殊商品而言，这样的思维逻辑主导投资本身就是错误的。

相对而言，价值投资是一个更为简单、不那么玄妙且普通人经过努力也可以学会和掌握的方法。按我对价值投资选股的实践、思考和总结，可以简单地将其归为三位一体的投资选股策略：管理优异、成长潜力大和价值被市场显著低估。把握好这三点并做出正确选择，投资就是低风险、高收益的。价值被市场低估越多，市价偏离价值越大，投资风险就越小，同时收益空间越大。

由于价值被市场显著低估，股票价格和其真实价值就有很大的背离，因而价格回归其真实价值一般就不是短时期可以完成的。所以，价值投资通常都是中线或长线的投资之旅。

做好价值投资的关键，是对股票真实价值的正确判断，并能发现价格严重背离价值的机会。也就是说，要明白"物贱极则贵，物贵极则贱"的哲理，当"金子"卖成"白菜"价时，要大胆买进——"贱取如珠玉"；当"白菜"卖成"金子"价时，要及时放手——"贵出如粪土"。

只要判断正确，抓住价格大幅低于价值的机会，以"白菜"价买入的确实是"金子"，价格向价值的合理回归就是或早或晚会发生的相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当确切的事情，“白菜”价和“金子”价值之间的差价，就是未来的合理收益空间。可见，按价值投资的基本原理和方法投资，可以大幅降低风险并提高收益，因而中线、长线皆是金。

把投资关注的焦点落实在几家目标企业，对其未来发展做出分析判断，比预判错综复杂的整体经济走势或变幻莫测的市场情绪变化显然要容易得多。普通人依据基本的生活经验和经济常识，也有机会发现管理优异、成长良好的股票，再依据市盈率与盈利增长率的背离，就可以发掘到极好的投资机会。

价值投资的不简单，在于其实际运用时需要对企业做深入细致的分析，看清影响其发展的重大因素及变化，从而及时做出正确的抉择。要持续战胜市场获得高收益并不容易，需要长期持续地学习，不断地实践，用心思考和总结。

然而，价值投资既不神秘，也并非高深莫测。正如任何一个普通人只要用心和坚持修炼，都可以成为棋牌、武术、气功或瑜伽大师一样，只要坚持按正确的方向持之以恒地学习、实践、思考和总结，普通人也同样可以成为一位成功的价值投资者。

本人自以为并不是什么聪明人，否则就不会在投资股票初期，在技术分析的错误道路上曲折徘徊长达五年之久，更不会后来将自己置于破产之险境。我发现每当身处困境时，重新细读一些成功投资大师的著作便会有很多新的收获，本书正是我多年来向他们学习的感悟和将自己的投资实践反思与总结相结合的产物。

在此将自己真实经历的一些经验和教训与各位分享，是希望大家能少走弯路，少浪费些时间，尽快找到适合自己的正确投资方法。在此，感谢中国科学技术大学出版社编辑，他们的严谨态度和精细化工作使本书文字风格和版面更加简明流畅、通俗易懂。感谢中国科学技术大学管理学院硕士研究生陈礼文、武婷婷，他们查阅、核对了大量原始数据，使得作者对中国经济和股市未来走向的量化判断基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

础更加坚实。书中难免仍有一些观点不够成熟甚至存在错漏，请读者朋友不吝指正。

“物竞天择，适者生存。”这条至理名言在股市中得到了生动体现。不靠运气，不靠信息优势，不靠资金实力，如何长期战胜市场？答案是依据价值投资的基本原理和方法投资，并保持一个平常的心态。

如果中国股市有万分之一的投资者看了此书，其中一部分人从此愿意放弃再玩追涨杀跌的游戏，并接受价值投资的基本理念与方法，作者将会倍感欣慰于为尚处幼稚期的中国股市做了一点有益的事。

人生重在把握机遇和正确选择，投资更是如此。如何选择，全在自己。

“只有自助，上帝才会帮助你。”谨以此书献给自强不息、勇于追求成功的人们。

姚 辉

2013 年 5 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

序言

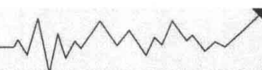
价值投资是金 …… i
牛市熊市——缘何收益没差别 …… ii
二十年沉浮的反思 …… iii
股票投资难不难 …… v

第一章 价值投资开启成功之门

一、玩股票就是——挑选企业 …… 001
QFII 完胜国内公募基金的启示 …… 001
跟庄的风险 …… 002
综艺股份:“神话”的破灭 …… 004
传统产业也会有精彩 …… 006
注重企业经营特质 …… 007
二、股价涨跌谁主沉浮 …… 011
经济黄金十年　股市熊途漫长 …… 011
影响股价变化的两种基本力量 …… 013
把握第一种力量　利用第二种力量 …… 016
三、决定股价长期趋势的根本力量 …… 018
企业长期盈利能决定股价长期趋势吗? …… 018
科利华——业绩首次滑落时清仓抛出 …… 019

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

托普软件——业绩大大低于预期时清仓抛出 ………… 021
四川长虹——业绩变化主导股价涨跌 ………………… 024
四、看清并利用市场的投机本质 ………………………… 028
情绪化的“市场先生” ……………………………… 028
集中精力关注目标企业 ……………………………… 029
五、价值投资选股策略 ………………………………… 032
寻找低风险、高收益的目标企业 …………………… 032
以市盈率判断市场的高位和低位 …………………… 032
银行股——市盈率最低的行业 ……………………… 035
投资银行股——机遇大于风险 ……………………… 038
三位一体的投资选股策略 …………………………… 042
价值投资开启成功之门 ……………………………… 043

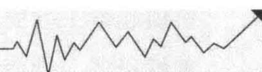


第二章 正确应对市场的不可预测性

一、不确定性是市场的本质特征 ……………………… 046
预测的危险性 ………………………………………… 046
超级明星团队的惨败 ………………………………… 047
认识市场的复杂性和不确定性 ……………………… 048
二、中长线投资与短线投机 …………………………… 048
世界之最的投机市 …………………………………… 048
短期波动难以看清 …………………………………… 050
价值投资——中线长线皆是金 ……………………… 052
三、中看不中用的现代投资理论 ……………………… 054
β 值的致命缺陷 ………………………………… 054
鸡蛋和篮子 …………………………………………… 055
“幸运”的大猩猩 …………………………………… 056
四、正确理解证券市场 ………………………………… 058
牛顿模式的困惑 ……………………………………… 058

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券市场是一个复杂系统 …… 059
爱尔·法罗问题 …… 060
成功不可被“复制” …… 062
建立新的思维模式 …… 063
五、学会理性投资 …… 064
认识市场的非理性 …… 064
学会基本的分析方法 …… 065
价值投资是一门大众艺术 …… 066
投资是综合智力的较量 …… 067



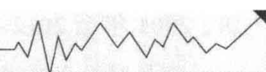
第三章 股票投资的收益与风险揭示

一、复利的神奇力量 …… 071
棋盘上的麦粒 …… 071
单利与复利 …… 072
银行存款难增值 …… 074
理性投资 善待钱财 …… 079
二、投资美国资本市场的财富指数 …… 080
三、投资中国资本市场的财富指数(1991 年至 2000 年) … 081
现金持有 贬值一半 …… 081
储蓄国债 保本微利 …… 082
股票收益最丰厚 …… 083
三种投资工具的收益比较 …… 084
不同持有期的风险特征 …… 084
四、2001 年至 2012 年:12 年轮回祸兮福兮 …… 086
都是减持惹的祸 …… 086
祸兮福之所依 …… 089
下一个十年会有精彩 …… 090

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章 成长股价值投资精要

一、市盈率与投资价值 ······ 093
《人民日报》特约评论员文章的威力 ······ 093
市盈率的真实含义 ······ 096
市盈率与盈利增长率的权衡 ······ 097
市场集体误判时蕴藏极佳投资机遇 ······ 100
对合理市盈率的综合评估 ······ 100
市盈率法简单、实用、效果好 ······ 102
二、理性投资的本质 ······ 103
选择股票就是选择企业 ······ 103
价值起落主导股价涨跌 ······ 103
理性投资　价值为王 ······ 105
三、如何挑选优势企业 ······ 110
追寻卓越　远离平庸 ······ 110
三位一体的选股条件 ······ 111
基于综合业绩数据的总体判断 ······ 115
对管理层基本素质的判断 ······ 118
产品研发和技术领先优势分析 ······ 125
财务分析——发现数字背后的玄机 ······ 127
企业竞争优势分析 ······ 131
四、价值投资法的操作 ······ 134
立足投资　适度投机 ······ 134
正确看待利润分配 ······ 136
价值为王　低进高出 ······ 137

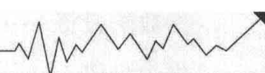


全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、股票投资的主要理念与方法 …… 140
注重企业经济持质 …… 140
“稳固基础”与“空中楼阁” …… 141
指数法投资 …… 143
集中投资 …… 144
势头式投资 …… 145
二、股票的投资与投机 …… 146
投资投机两相依 …… 146
盲目投机与理性投机 …… 147
理性投资的本质 …… 148
牛市与熊市的判定 …… 150
“不要与趋势相对抗” …… 153
三、正确衡量股价水平的高低 …… 155
“高价股”与“低价股” …… 155
正确衡量股价水平的高低 …… 157
灵活使用市盈率 …… 158
四、价值观念是投资的基石 …… 160
理解你的股票 …… 160
价值判断“不求甚解” …… 161
树立中长线投资理念 …… 162
五、买与卖的艺术 …… 165
最简单的就是最好的 …… 165
买其所值　卖其疯狂 …… 165
买入需耐心　卖出靠决心 …… 167
及时纠错　放胆去赢 …… 167
买强势股　卖弱势股 …… 168
何时卖出持股 …… 169

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

底部区域买　顶部区域卖 …… 172
同等或相近条件优先买小盘股 …… 173
长期持续高成长股票是投资首选 …… 176



第六章 赢家必备的心理素质

一、人性的弱点——成功的障碍 …… 181
愚蠢的“市场先生” …… 182
股市里的人性弱点 …… 182
保持理性 …… 183
二、赢家的必备素质 …… 191
遵守准则 …… 191
独立思考 …… 192
正确认识自我 …… 193
耐心 …… 194
保持一份平常心 …… 194
勇于承认错误 …… 195
勤奋和投入 …… 196
三、战胜市场的重要法宝 …… 198
“主流观点”不可靠 …… 198
切莫随波逐流 …… 200
特立独行　逆向投资 …… 202
四、如何成为成功的价值投资者 …… 204
形成自己的价值判断标准 …… 204
相信自己的判断 …… 206
开阔思路　消除偏见 …… 207
五、“上帝帮助自助者” …… 208
旅鼠的悲壮 …… 208

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"上帝帮助自助者" …… 209

第七章 助推中国股市成长的根本力量
——中国经济成长前景展望

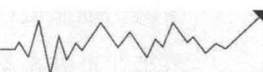
一、不畏浮云遮望眼 …… 213
误导芸芸众生的盛世危言 …… 213
数字看经济——关注基本事实 …… 215
二、动力来源之一：新型工业化的质量效益提升 …… 217
三、动力来源之二：快速发展的城市化浪潮 …… 220
中国仍处在城市化快速发展时期 …… 220
汽车业正处在第一个快速上升期 …… 221
从婴儿潮看房地产刚性需求 …… 224
他山之石，可以攻玉 …… 227
四、动力来源之三：潜力巨大的旅游业 …… 228
五、动力来源之四：新农村建设方兴未艾 …… 232
六、动力来源之五：战略性新兴产业异军突起 …… 234

第八章 大局观
——在历史的铜镜面前

一、郁金香风波与网络股狂潮 …… 237
郁金香风波 …… 237
网络股狂潮 …… 240
都是贪欲惹的祸 …… 241
二、警醒后人的南海泡沫危机 …… 242
"南海"里翻滚着的泡沫 …… 242
非理性预期滋生泡沫与欺骗 …… 244
三、亚洲几大股市历史演变的启示 …… 246
日本股市——太阳也会西落 …… 246
中国台湾股市——劫后期待新生 …… 250

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国香港股市——历尽沧桑见彩虹 …………………… 253
四、重灾后的美股跨世纪大牛市 ………………………… 256
1929 年美国崩溃的股市 …………………………………… 256
傲视全球的美股超级大牛市 ……………………………… 259
五、选择决定未来 ………………………………………… 260
选择的力量 ………………………………………………… 260
超级大牛市——历史会重演吗？ ………………………… 261
从市盈率波动看沪、深股市未来涨幅 …………………… 264



附录

一、现金流折现法评估股票价值 ………………………… 266
理论测算模型的导入 ……………………………………… 266
引入合理市盈率评估股票价值 …………………………… 267
股息分阶段增长贴现模型 ………………………………… 270
量化分析的困惑 …………………………………………… 272
二、作者 2003 年至 2012 年各年末持股占比及收益情况 … 276

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章 价值投资开启成功之门

一、玩股票就是——挑选企业

QFII完胜国内公募基金的启示

沪、深两大股市开办至今，已走过23个年头。23年来，从几万、几十万人玩股票，到现在几千万乃至过亿的人玩；从上海、深圳的本地人玩，到各行各业全国人民一块玩；从国人们自己玩，到QFII（合格境外机构投资者）也参加进来玩；从玩几家、十几家（初期上海五家、深圳八家）上市公司，到玩出几千家大大小小的上市公司；从最初的数亿、数十亿市值，到玩出现在的数十万亿市值；从散户、小民小打小闹地玩，到现在把众多大型基金、机构渐渐玩成主角；从一天玩出几千、几万的交易税收，到现在一天的交易税收几千万乃至数亿。

会玩的，从一介贫民玩成百万、千万乃至亿万富翁；不会玩的，从百万、千万乃至亿万富翁玩成了贫民。熊市的凄凉、悲怆、无休无止的下跌，让很多人哭着、喊着、骂着说不玩了；一旦行情逆转，赚钱效应又会使更多的人满怀希望、前赴后继地冲进来。

我经常在想，玩股票是玩什么？怎么玩？为何洋人（QFII）们进来玩了十年，当市场画了一个圈差不多又回到起点时，他们却将分批投入的资本金玩得翻了一番以上？看看这段2012年5月29日中国经济新闻网的文章（作者为《信息时报》记者叶静）：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

今年是A股市场引入QFII 10周年的年头，10年A股指数“上浮零”，QFII基金却赚得盆满钵满。根据证监会发布的公开信息，截至今年一季度末，QFII账户合计投入1213亿元，累计盈利1443亿元，年化回报率11.9%。相较之下，早一年出生的“大哥”公募基金，在11年的时间里，共投入约2.4万亿元却仅为持有人赚取3415.03亿元，扣除管理费1687.2亿元，基金公司的净利润只有1727.83亿元，以此计算公募基金十余年的回报率为7.09%，年化仅为0.64%，不但没有跑赢通胀，甚至连活期存款都不如。

结果令人吃惊且蒙羞，泱泱大国的精英们和初来乍到的洋人们同场竞技，竟然如此不堪一击。更无颜面对数千万基金持有人的，应该是那些业绩不佳的公募基金经理们。难不成还是像一百多年前的义和团时代，公募基金们是举着“大刀长矛”与拥有“洋枪洋炮”的他们共舞？也许从某个角度看，这个说法还真不过分。

“物竞天择，适者生存。”公募基金的专家理财尚且如此不堪，普通投资大众的投资结局可想而知。痛定思痛的亏损群体，应该深入细致地反思与总结以往历次投资失败的经验教训。要想避免落后挨打的局面，如果不选择逃离股市，就得学会掌握先进正确的投资理念、方法，摆脱贪婪、恐惧和盲从市场的心态。

思路决定出路，理念决定命运。股票投资需要正确的理念、方法和从容、淡定的心态。QFII在天时、地利、人和皆无优势的市场环境下，以高出数十倍的年收益率完胜国内公募基金，并以巨大优势战胜市场，靠的就是对市场的深刻理解和对价值投资理念与方法的正确运用，利用市场价格与价值的严重背离而买入和卖出。

跟庄的风险

有不少日日沉湎于股市的中小投资者热衷于跟庄操作，殊不知这其实是选择了风险而不是机遇。无论是信息、资金还是操作技巧，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

庄家都占有很大优势，中小散户要战胜庄家谈何容易。极具诱惑力的消息、完美的图形及异乎寻常的成交量，没准都是庄家抛出的诱饵或释放的烟幕，一不小心就会让你落入圈套。尤其，当庄家不考虑个股成长性与投资价值，而仅凭一时热炒的“概念”或“题材”等选股时，跟庄的风险更大。

1995 年上半年，悦达股份、西藏明珠以及所谓“浦东概念”股的疯狂恶炒，多少中小投资者葬身于股市大鳄之腹。还有后来的市场龙头股四川长虹和深发展、“九七回归概念”股、“网络概念”股、“奥运概念”股等诸多五花八门概念的疯狂恶炒，使一些高位介入者至今仍在品尝盲目追涨而酿下的深度套牢之苦酒。

亿安科技、琼民源、银广厦等却是人为精心设局的圈套，由于“恶庄”与上市公司的联手行为，更使众多跟庄者血本无归。

亿安科技股票从 1999 年 10 月 25 日起，在 70 个交易日中，股价从 26 元左右不停歇地上涨，并突破百元大关，成为自沪深股票实施拆细后首只市价超过百元的股票。2001 年 1 月 10 日，鉴于亿安科技股票出现的种种异常行为，中国证监会宣布查处涉嫌操纵亿安科技股价案，对持有亿安科技股票的主要账户进行重点监控。

“恶庄”留给市场的是什么？

2001 年 4 月 23 日，中国证监会对“亿安科技股价操纵案”做出处罚：长时间联手操纵亿安科技股价的欣盛、中百、百源和金易 4 家公司因违反《证券法》规定，被处以没收违法所得 4.49 亿元、罚款 4.49 亿元的处罚。2005 年 5 月 13 日，亿安科技更名为“广东宝利来投资股份有限公司”。如图 1.1。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

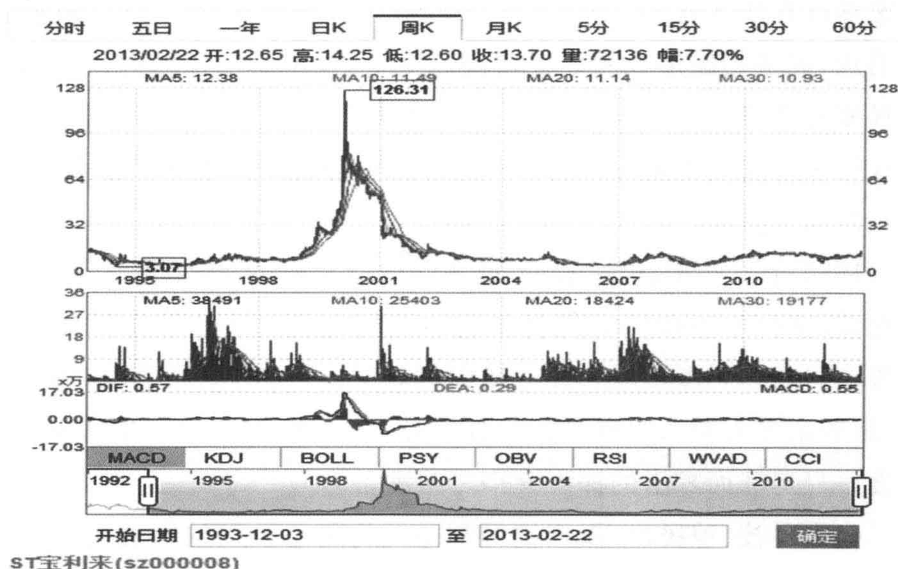


图 1.1 亿安科技周 K 线图

“亿安科技股价操纵案”也许仅仅是那个疯狂投机时代操纵股价以牟取暴利的冰山一角。那些没有实质性业绩支撑，而仅靠某些一哄而起的概念或题材甚至是虚构的故事被恶炒上去的股票，当庄家撤出后，股价出现长期暴跌在所难免。由于没有良好的高成长性业绩支撑，一旦套牢将损失惨重，甚至是血本无归，解套之日遥遥无期。

抱有侥幸心理跟庄的中小投资者，如同是游弋于股市大鳄嘴边的小鱼小虾，其风险可想而知。普通投资者应该像远离毒品一样远离庄股。

综艺股份：“神话”的破灭

在十多年前的网络股热潮中，由于“8848”电子商务网站的迅速发展，使其间接参股母公司综艺股份一下子吸引了投资大众的眼球。

2000 年春节过后，一开市，综艺股份就连续三个交易日涨停，从 1 月 26 日到 2 月 21 日的 9 个交易日，备受青睐的网络概念股综艺股份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就从28.89元上涨到54.45元。按照1999年每股收益0.323元计算，其市盈率高达168倍！（市盈率值为每股股价除以每股收益，市盈率的倒数为按此股价买入的投资年收益率。168倍市盈率对应的投资年收益率为0.6%，8倍市盈率对应的投资年收益率为12.5%。）

随后的连续五个交易日，综艺股份在50元至60元之间震荡整理。就在2月24日，《中国证券报》上刊发了一篇题为“谁能再跳百元龙门：综艺股份”的文章，当时的业内人士，包括华泰证券、海通证券、申银万国、国泰君安等著名券商的股评人士，均认为其前景美好，并且指出综艺股份将会上冲百元大关。看看当时一些大牌机构分析师们的观点吧：

华泰证券分析师：百元不是梦，更高也可期；

海通证券分析师：只要假以时日，冲击百元不是难事；

申银万国研究发展中心分析师：上涨的想象空间极大；

国泰君安证券研究所分析师：震荡不影响冲击百元潜力。

是这些高智商的精英人士们犯下大错，还是“醉翁之意不在酒”？其“司马昭之心”，股民却不知也！

那几天也正是该股成交最密集的几天，贪婪、跟风的人大量涌进，等着“百元”美梦的兑现。

可现实却与众人的心理预期恰恰相反，综艺股份在那篇文章发表一周之后，即开始从高位迅速滑落，并随着网络泡沫的破灭而一跌再跌，2001年11月底已跌到25元左右，至2003年11月更是跌至8元上下。“百元龙门”没跳成，却跳进万丈深渊里去了。见图1.2。

除了综艺股份，还有蓝田股份（虚构的故事）、重庆啤酒（生物科技题材）、琼民源（那个被当年红遍全中国的某股评大师鼓噪为“买民源、捂民源、全年追踪琼民源”的“大众情人”）……这些大大小小的案例或是泡沫能列出一个长得吓人的名单，留给众多中小投资者的全是惨痛的记忆和深重的伤害。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

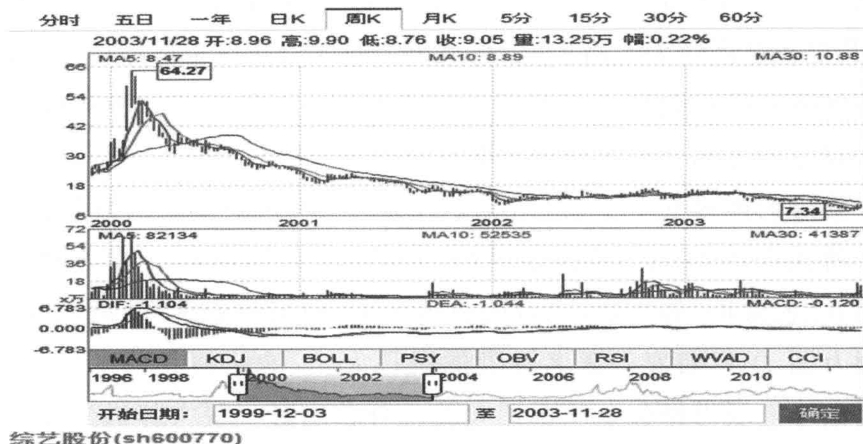


图 1.2 综艺股份 1999 年 12 月至 2003 年 11 月股价走势

传统产业也会有精彩

“野百合也有春天”，经常被人们冷落、轻视的一些传统产业里也经常会跑出几匹业绩黑马。

就在“市场先生”狂热追捧网络股泡沫的同时，一些传统行业中质地优异、性价比高的绩优成长股，却备受冷落乃至被忽略。例如，电力行业中的申能股份，其经营管理素质相当出色，1999 年主营业务利润率高达 37.9%。然而，在 2000 年 6 月份之前，申能股份却一直受到市场冷落，价值被严重低估，3 月份时股价更是曾最低跌至 10 元左右，因为人们把太多的目光和梦想投向了当时的“白天鹅”们——网络概念股。

当网络热潮开始降温，一个个神奇泡沫开始破灭时，申能股份这支“灰姑娘”股终于熬到了出头之日，股价从 2000 年 6 月 1 日开始强劲上扬，到 8 月份该股涨幅已达到 100%。随后公布的 2000 年中期业绩，申能股份更是以每股收益 0.663 元高居沪市上市公司榜首。按此业绩，当综艺股份价格高达市盈率 168 倍时，申能股份还委屈地卧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在大约8倍市盈率的低价，可见“市场先生”是多么势利眼，又是多么疯狂！见图1.3。

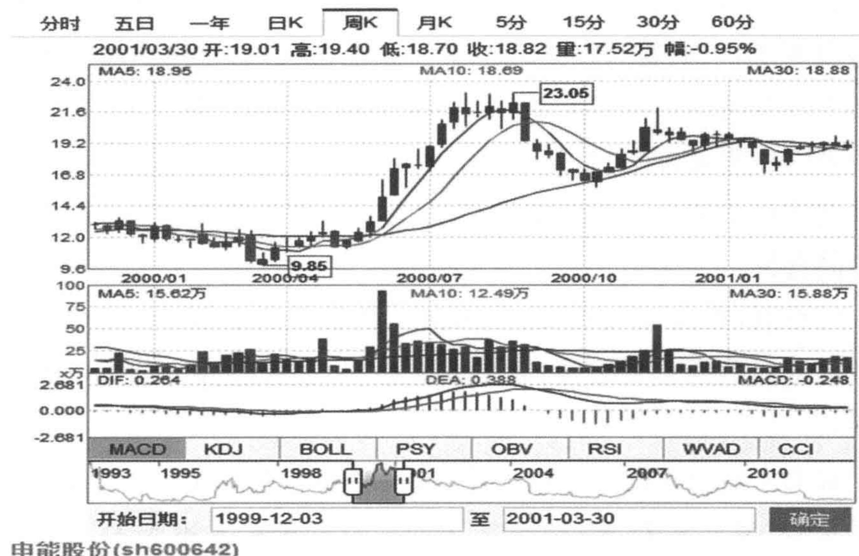


图1.3 申能股份1999年12月至2001年3月股价走势

人们的习惯思维定式，总是想当然地认为，只有到神秘、遥远而陌生的地方，才能找到金矿和宝藏，而往往对身边的、寻常的、熟悉的东西容易忽略或轻视。这在股票市场也同样是一个普遍存在的现象。网络、电子商务、生物科技，这些朦胧而神秘的概念和题材，一听就让人兴奋而热血奔涌，一时冲动扑上去却往往会铸成大错，反倒不如去寻找自己能理解和把握的投资机会。

注重企业经营特质

玩股票，有点像玩牌。掌握正确方法、善于分析的牌手会最先看清牌局，能看清牌局者一定会赢看不清牌局者。玩股票也一样，上市公司信息不停地发布，能通过对各种信息的综合分析，看清哪家企业业绩增长能持续跑得又快又稳的股票玩家，赢的机会一定更大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

玩股票，有点像下棋。一招领先，步步顺手；一招不慎，全局被动。下好棋，靠的是正确思路、方法和坚持不懈地勤学苦练。玩好股票，也得靠正确的理念、方法和淡定的心态。在第一、第二届中日围棋擂台赛上，人们看到棋圣聂卫平一人独撑大局，连连杀得日本大腕级高手人仰马翻。可曾想到，聂棋圣学棋、练棋有多辛苦，多少次惨烈地失败后要独自去“舔伤口”，苦苦思索与总结？玩股票也一样，不深入细致地总结经验教训怎么能提高？没有辛勤地付出，也就没有丰收的喜悦。

玩股票，有点像玩石头、玩古董。初看上去普普通通的，也许却是个值得收藏的珍稀之宝；看上去光彩照人的，也许反倒是个假货或劣等品。

就说人们疯狂把玩的石头吧，看上去像是极品宝石，一刀切下去才发现是“金玉其外，败絮其中”；而有些看起来并不吸引眼球的石头，切开来没准却是稀世之宝。看对看错，靠的是长期经验积累养成的独到眼光，似乎多少也靠那么一点点——运气。

股票也一样，太吸引眼球的未必货真价实，也许还有可能是“美丽的肥皂泡”——诱人却又害人的陷阱。而有些备受冷落的“灰姑娘”股，却是悄悄地上涨、慢慢地升值。当众人发现她的光彩时，她早已从“灰姑娘”变为“白天鹅”，身价当然也是今非昔比。

其实，最有可能找到金矿和宝藏的，恰恰就是身边的、寻常的、熟悉的事物。很多成长潜力惊人的“灰姑娘”股，往往就在你的生活和工作中，甚至就在你的家门口，你天天看到却擦肩而过。

难道不是吗？哪个城市的商场不卖长虹彩电？1994 年 7 月到 1998 年初，长虹股票上涨了 24 倍以上。

为千百万民众提供安居服务的深万科，1996 年 1 月的股价仅 3 元多，按 2012 年 9 月 6 日 8.35 元收盘价，就是不考虑股权分置改革的送股、历年现金红利和配股，仅送股就使股价 16 年来上升了 40 多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倍。那么多人买万科房子，有多少人买过它的股票？

提供早餐一杯牛奶的伊利股份，就是业务这么简简单单的一家公司，其股价从1995年5月上市到2012年9月初，上涨了30多倍。全国有那么多人喝伊利牛奶，消费它的产品时想过去买它的股票吗？

……

当众多寻求快速致富的人们，狂热追逐、迷恋那些既神秘又激动人心，但自己却根本不能理解的高科技、题材或概念股时，却往往由于被那些貌似亮丽的"白天鹅"股票所魅惑，一次次跌入高风险甚至是致命的陷阱里而劳民伤财，甚至是破产。而同时期默默耕耘却备受冷遇的"灰姑娘"股一直是在悄悄地、一批又一批地不断涌现，并在"市场先生"不公平的歧视目光中成长壮大，直至最终实现精彩的嬗变。

其实，很多年来，我也觉得自己并没有把股票真正玩好。那些涨幅数十倍的"灰姑娘"股一个也不曾牢牢抓住。偶尔曾经拥有过几个，也因目光短浅而早早地将它放走了。如果以后还继续玩股票的话，我想应该投入更多精力和时间去寻找那些既安全又实惠（性价比高）的"灰姑娘"股，一旦拥有绝不能再轻易将其放走。

在我看来，近几年沪、深股市最受冷遇的，也是国民经济最基础、最重要的行业板块银行股，这里也许就潜藏着几个未来可以上涨10倍以上的"灰姑娘"股。从2012年中报公布的信息看，盈利增长率40%左右的几家中小银行，市盈率却只有4倍左右。

大众皆蜂拥而至、争先恐后扑上去的，往往风险很大，甚至也许就是个陷阱；众人皆冷眼漠视、避之不及的，也许却潜藏着难得的机遇。即便是利率市场化给整个银行业带来很大压力和风险，我也相信某些体格强健，机制灵活、管理优异的中小银行，能够在利率市场化的激烈竞争风雨之后胜出，实现精彩的嬗变。

玩股票，像在玩赌博。当人们相信空中楼阁理论，并依此通过玩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图形揣测市场整体情绪和心理演变而去“博傻”时，一起一伏惊心动魄，一阴一阳挂肚牵肠，能有几个人会保持理性和淡定？谁知道是你玩图形，还是图形在玩你？那个去接最后一棒的傻子，怎么能保证就一定不会是自己呢？世界股市数百年沧桑证明，这种玩法成功率与去赌城碰运气相差无几。技术分析实际上也早已是被成熟股市多数人抛弃的非主流手法。

玩股票，也许我最愿意接受的说法是——如何挑选企业，具体地说是玩公司分析和价值判断。不是吗？买股票，实际上买的就是企业的一个小小的——份额。至于说是投资还是赌博，也许并不重要。重要的是，要玩得好。

企业管理人把企业玩好，就是让企业可以持续地、源源不断地、越来越多地赚钱。玩股票者，首先要有眼光，判断管理人是不是真正能把企业玩好的人。我们凭什么可以放心地把血汗钱交给别人打理？看两个方面。

其一，看管理人是否诚信正直，他会不会为自己谋利而去坑害股东。所以，要投资那些管理层尤其是企业领袖对股东有强烈责任感和道德感的公司。

保护股东利益不受侵害的外力是法治与监管的加强。上世纪九十年代至本世纪初的几年，由于缺乏监管，很多企业通过粉饰、包装甚至是虚构利润造假上市（可以列出一个长得吓人的黑名单），如果你一不小心把血汗钱投入这样的公司，就有可能被这些黑心无耻的家伙给玩没了。

其二，判断企业管理人是否有出色的经营能力。愈是竞争激烈的领域，愈是需要优异的管理。在垄断性行业，资质平庸的管理人，也能让企业过上轻松赚钱的好日子。而一旦引入激烈的竞争机制，能笑傲同行的一定是经营出色、管理优异的企业。随着中国银行业利率市场化的深化，家家都过好日子的时代将会一去不返，取而代之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一定是几家欢乐几家愁，还会有几家破产跌跟头。

一份招股说明书，不断推出的定期报告，以及企业公布的种种信息，也许都潜藏着重要的信息。如果你仔细对比、综合分析与推敲，就能找出有价值的信息并做出正确判断。

企业自身纵向比，从创新能力、竞争优势、资产质量、财务状况，到反映企业经营成果的主营业务收入、税后利润（扣除非经常性损益后的净利润更值得关注）及其增长率等方方面面，一个季度一个季度、一年一年往下比，看企业是否因管理提升而愈跑愈快、愈跑愈稳；同行企业之间横向比，各个方面、各项指标比，看谁跑得愈来愈快（银行业正在快速拉开差距），看谁既能跑得快还能跑得稳。

当你费尽心机，“众里寻她千百度，蓦然回首”，终于发现那个有长跑冠军基因的“灰姑娘”股时，一定要舍得下大本钱，把她隆重“娶”进家门，并时刻细心关注和把握好她的成长，她将持续不断地为你创造惊喜。

二、股价涨跌谁主沉浮

经济黄金十年　股市熊途漫长

过去的十年，中国开始向一个强盛大国迈进。2003 年，我国首次将宇航员送入太空，成为全球第三个掌握载人航天技术的国家；2010 年，我国 GDP 超过日本，成为全球第二大经济体。中国企业也开始频频收购国际知名品牌，联想收购 IBM 的全球 PC（个人电脑）、吉利收购沃尔沃、TCL 收购阿尔卡特……中国经济正持续走向强盛。

然而，与此形成巨大反差的，却是股票市场的长期低迷、徘徊不前。从 2007 年 10 月沪市上证指数创下 6124 的历史最高点开始，一轮漫长的大熊市，居然持续了五年多，历时之长创下沪、深股市新的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历史纪录，居然超过美股近百年历史中最黑暗的熊市。

此前最长的一轮熊市历时四年。自2001年6月沪市上证指数创下2245点高点后，开始漫长地持续下跌，至2005年6月创下998点的低位后结束，创下当时历时最长的熊市纪录。

这连续两轮创纪录的熊市却恰恰发生在中国走向大国强盛和经济持续快速增长的十年。

2012年9月初，沪市上证指数最低跌至2029点，基本上回到了十多年前的水平。十多年来，中国股市从市场监管到信息披露的及时、规范，与虚假粉饰、包装甚至造假成风的上个世纪90年代相比，都有了翻天覆地的变化；十多年来，从上市公司经济体制、创新能力、管理水平，到投资者最为关注的盈利能力、资产质量，和十多年前相比都远远不在一个层次，很多优秀企业资产质量大幅提升（如农业银行不良贷款率从2002年末的30.07%下降到2011年末的1.55%；招商银行不良贷款率从2002年末的5.99%下降到2011年末的0.56%），盈利能力更是增长了数倍乃至数十倍。

例如，作为国民经济基础的银行业，很多上市公司的盈利都增长了十倍以上。民生银行和招商银行的税后利润从2001年的6.46亿元和14.3亿元，增长到2011年的279.2亿元和361亿元，十年分别增长了43.2倍和25.2倍。

然而，十多年来，在中国经济持续快速增长的肥沃土壤上，沪、深两大股市却长出两棵硕大无比的野草——历时之久、下跌幅度之大连创纪录的两大熊市；十多年来，数千万乃至上亿的中国投资大众，竟有九年多的时间在两轮大熊市的阴影中煎熬、挣扎……

2012年4月27日，《扬州晚报》登出一篇文章，标题为："经济平稳较快增长，十年来却八成股民亏损，新华社发问——中国股市为何徘徊不前？"我国股市投资者盈亏状况的诸多调查表明，中国投资大众的股市生态状况，与国际股市流行的"1·2·7法则"基本一致，即

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大约70%的投资者亏损，20%的投资者保本或微利，真正实现盈利的仅有约10%。

从“1·2·7法则”看，对没有能力、精力及时间，不能通过掌握正确的投资方法而成为高收益群体的人们，有两种选择更明智一些：其一，把钱存入银行或购买无风险的固定收益债券；其二，希望获得更高收益并愿意承担相应风险的投资者，可以挑选几家优秀基金（观察其五年以上业绩纪录）长线投资。

影响股价变化的两种基本力量

纵观沪、深股市二十多年来的跌宕起伏、潮起潮落，我国股市与国外其他市场的基本特征是一致的：人性的贪婪、恐惧、跟风与盲从；幼稚期市场的狂热投机与大起大落；牛市与熊市的交替与波浪式前进等。以沪市上证指数的涨跌为例划分，沪、深两市二十多年来经历的牛熊交替如表1.1。

表1.1 沪市牛熊周期性交替状况

时间周期	上证指数	市场特征	涨幅(%)	持续时间
1990.12至1993.2	96↑1559	牛市	1524.0	26个月
1993.2至1996.1	1559↓513	熊市	−67.1	35个月
1996.1至2001.6	513↑2245	牛市	337.6	65个月
2001.6至2005.6	2245↓998	熊市	−55.6	48个月
2005.6至2007.10	998↑6124	牛市	513.6	28个月
2007.10至2012.12	6124↓1949	熊市	−68.2	62个月
2012.12至	1949↑	牛市		

这样的划分是按市场的主要趋势特征，而非绝对的点位。1994年7月底至9月的行情视为消息刺激下熊市中的一次中级反弹行情；1997年5月至1999年5月，指数在1000至1500点之间的震荡整理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行情，视为牛市中的中期调整；2008 年 10 月至 2009 年 8 月的行情，视为政策面刺激下熊市中的中级反弹行情。

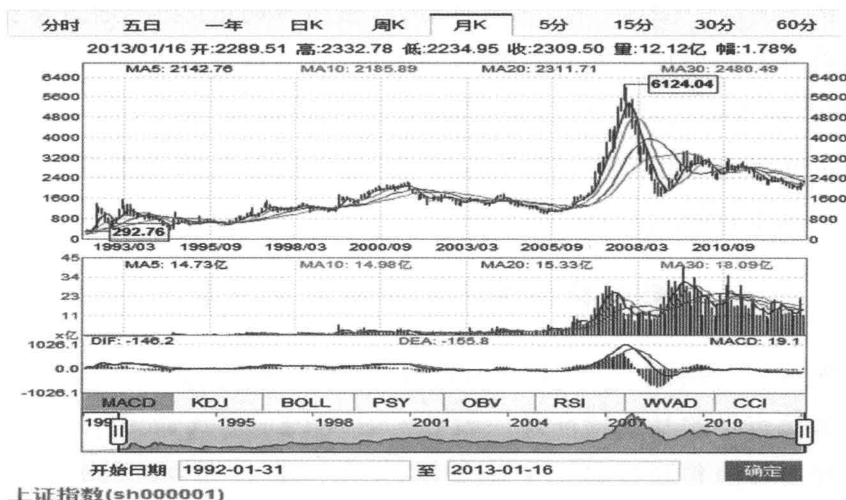


图 1.4 沪市上证指数月 K 线走势(1992 年 1 月至 2013 年 1 月)

总体而言，有两种基本力量影响或左右着股价变动的方向。第一种力量是基于投资的本质——企业基本面决定的未来收益变化。投资的根本目标是获得收益，而唯一决定股票投资收益的是企业目前及未来的收益状况，包括当前及未来各年实现的净利润和资产升值带来的收益。

价值投资其实也就是对我们的付出即股票价格，与未来能够获得的全部收益所决定的股票价值，去做权衡和判断。好的投资就是要找到价格显著低于其价值的股票。

从对股票市场的观察可以发现，只要你选择到价格显著低于其价值的股票，而未来的企业实际收益确实印证了你的判断，这项投资就肯定是盈利的。

而且，股票市场有无数案例证明，企业基本面即导致未来收益能力增减的变化，是决定股价走势的根本性力量，且往往直接导致了股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价走势的逆转。本章的诸多案例如四川长虹、申能股份、科利华、托普软件等,都无一例外地证明了这一点。

如果时间足够长(如五年以上),付出(股价)显著低于收益累计折现(价值)买入的股票出现亏损的案例,你将一个也找不到。

影响股价走势的第二种力量来自心理层面,整个市场的投资者作为一个整体——美国证券分析之父本·格雷厄姆所形象描述的"市场先生",在极度乐观和极度悲观情绪的交替发作下,营造出牛市极度繁荣的巅峰和熊市哀鸿遍野的谷底。

从表1.1可见,新兴股市大起大落的基本特征,在我国股市得到充分体现:三轮牛市中涨幅最小的一次也达到337.6%,而最近一次熊市的跌幅达68.2%,为三轮熊市中跌幅最大的一次。

试问,这种大起大落仅仅是由股票的价值变化即盈利能力的上升和下降引起的吗?企业盈利能力的变化,解释不了整个市场的大起大落。显然,正是由于整个市场集体力量的过度贪婪和乐观,成就了一次次牛市的辉煌和巅峰;也正是市场整体恐惧和悲观情绪的长期积累和暴发,导致了漫长熊市的惨淡。

2001年6月至2005年6月的那轮持续四年的熊市,恰恰是我国企业盈利持续快速增长的几年。伴随业绩的年年持续增长,沪、深两大股市总体价格水平却持续滑落。

占市场总市值约70%的国有股、法人股要上市流通,在这把高悬在股市上空的利剑随时会坠下的恐惧中,市场惊慌失措的情绪不断累积发酵并持续了长达四年之久。在中国经济最精彩的增长时期,那些为之奉献出血汗钱的千千万万中小投资者却如囚徒般深套其中,在漫长的熊市下跌中煎熬、挣扎,失望和恐惧的情绪使股价跌落至2005年6月的最低998点。

随着股权分置问题以国有股、法人股股东向流通股股东补偿股份方式的解决,市场重现生机与活力。然而,市场群体的情绪和行为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

往往就是这样，不是过悲就是过喜。市场也往往会从一个极端走向另一个极端。从 2005 年 6 月的最低 998 点，至 2007 年 10 月最高竟然上涨到 6124 点的高位，两年零四个月涨幅居然高达 513.6%。

人类的一些固有特性很难改变，总是会“好了伤疤忘了疼”。上涨中看到的是“到处莺歌燕舞”，现实的问题早就抛至脑后。其实，国有股、法人股流通的利剑，一直就高悬在股市上空，而随着股权分置改革的实施，利剑真的开始坠落。

“解禁潮”导致的供求关系失衡，应该是本轮五年多熊市的“罪魁祸首”，新股大量发行和集中上市，更是加剧了市场供求关系的失衡。理解这一点，你就能明白为什么这几年沪、深股市的跌幅会比“金融海啸”和随后的“欧债危机”发生地股市的跌幅还要大得多，长期疲弱不堪、积重难返。

把握第一种力量　利用第二种力量

可以断言，市场整体过度恐惧和贪婪这两种情绪仍会继续交替发作，从而演绎新的大起大落和交替出现的牛市与熊市。投资者回顾自己的投资经历，应该思考这样的问题：你能预判出市场整体两种情绪的交替变化会在什么时间出现吗？你能预判出市场整体每一次盲目乐观的狂热或过度悲观的恐惧会达到什么样的极致吗？如果你的回答是能，那你可以选择“市场先生”为最佳舞伴，亦步亦趋地跟随“市场先生”的脚步起舞。

我对这两个问题的回答均是不能，所以，我不把时间和精力用于研究“市场先生”的喜怒哀乐，而主要用于研究影响股价变化的第一种力量——单个公司的盈利能力变化及发展前景，以此为基础判断股票的真实价值，并利用价格与价值的严重背离而择机买入或卖出。

所以，价值投资者的主要时间和精力，是用于企业分析，并以正确方法判断其价值。对第二种力量——“市场先生”的喜怒哀乐，不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是价值投资者关注和研究的重点。

对价值投资者有用的是，“市场先生”极端情绪所制造的股票价格和价值的严重背离。当市场最恐惧、最冷落的时候，正是价值投资者从容买进的最佳时机。

在我看来，研究单个公司并从几千家上市公司中择机找到几家被市场显著低估价值的优异企业，只要投入足够的时间、精力，任何普通人都能获得成功。而研究第二种力量，能长期持续成功的恐怕是天才、奇才，他们能拨开重重迷雾，总是能及时看清市场情绪的变化，从而提早下手，而这也许是凡夫俗子力所不能及的。

当然，除了选择正确的投资理念与方法，保持正常的心态也非常重要。美国证券投资教父本·格雷厄姆认为，投资者最大的敌人不是股票市场，而是他们自身。人们为了生存与发展做出的诸多决策中，金融决策往往最有感情色彩、最不符合逻辑。生命并不长久，急于快速致富的人不在少数。实际情况却是，愈是追求快速致富，愈是容易快速地从市场消失。

所以，投资股票第一不要借钱，第二不要使用维持基本生活需要或很快会用的钱。使用这两种资金投资股市，怎么可能会有一颗平常心呢？一旦下跌无疑会惊慌失措，不可能会理性地思考与判断。

价值投资在中国股市仍没有真正为大多数人所接受，即使是机构或基金出于短期业绩压力也经常会做出违背价值投资基本原理的事。例如，对市盈率仅 4 倍（对应投资收益率 25%）左右而 2012 年上半年仍保持 40%左右盈利增长的一些银行股（如兴业、华夏、民生等），很多机构和基金公司反而在 2012 年二季度减持其股票，这样的行为是跟随市场的短期趋势而非企业的价值导向。

沃伦·巴菲特曾经解释其导师本·格雷厄姆价值投资方略的三项重要原则：

第一，将股票看成企业。他对此解释说，这样做将“使你与市场的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多数人用完全不同的视角看待问题”。还记得前面提到的“1·2·7法则”吗？成为少数派并不是坏事，尤其在市场牛熊交替的转折期，能理性思考并正确选择的肯定是属于少数派。

第二项原则，安全边际（即价格低于价值的背离程度要足够大）。他进一步解释说，如此将“赋予你竞争的优势”。

第三项原则，真正以股东的心态看待股票和市场。举例来说，如果你有一个商铺，今年租金收入比去年增长了40%。而如果要你转让商铺，转让价却和去年一样，甚至低于去年，你会愿意转让吗？我想你不会，但股票市场却经常会发生这样违背常理的事情，比如2012年第二、三季度的几家成长性良好的中小银行股票就是如此。

对本节讨论的决定股价涨跌的两种力量，如果你觉得自己对把握第二种力量即市场整体情绪和心理变化，有更大的优势和成功率，那就不必再往下看。如果你开始觉得有些相信价值投资了，则继续进入下一节的讨论。重要的不是回顾过去，而是为未来做好准备。

三、决定股价长期趋势的根本力量

企业长期盈利能决定股价长期趋势吗？

本质上，我们购买股票得到的是什么？大家都知道，你所购买的是企业的一部分所有权，你将按照股份份额参与分红、分享资产的增值和经营决策投票权等。依此考虑，你应该费尽心机地去关注和分析企业的经营状况、资产质量、管理水平、竞争优势、财务状况、盈利能力和发展前景等，并依此判断股票价格和价值如何变动。

如果不知道所买股票价值为何，又怎么能去抓住价值被市场低估的机遇？如果不能把握影响价值变化的重要因素，那么风险来临时如何能避开？企业经营本身风险是很大的，我国每年都有少则几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万、多则十几万的企业由于不能持续经营而注销，陷入困境而苦撑硬熬的数量更是惊人。

在沪、深股市，每年都有数以百计实现盈利高增长的股票，同时也会有很多盈利下降甚至是亏损的企业。

企业长期盈利能决定股价长期趋势吗？盈利的增减对股票价格走势能有多大影响？研读上市公司定期报告和相关信息，对我们的投资真有很大帮助吗？本节以对三个案例的分析来回答上述问题。

科利华——业绩首次滑落时清仓抛出

科利华是 1999 年初通过从沪市收购阿城钢铁而借壳上市的（股票代码 600799）。由于其在教育软件领域的巨大成功（曾以 40%的市场占有率成为行业老大）和将经营领域转向当时受到热捧的电子商务而备受市场青睐，股价从收购上市前的 6 元左右，涨至 1999 年 8 月 6 日的最高价 31.35 元。见图 1.5。

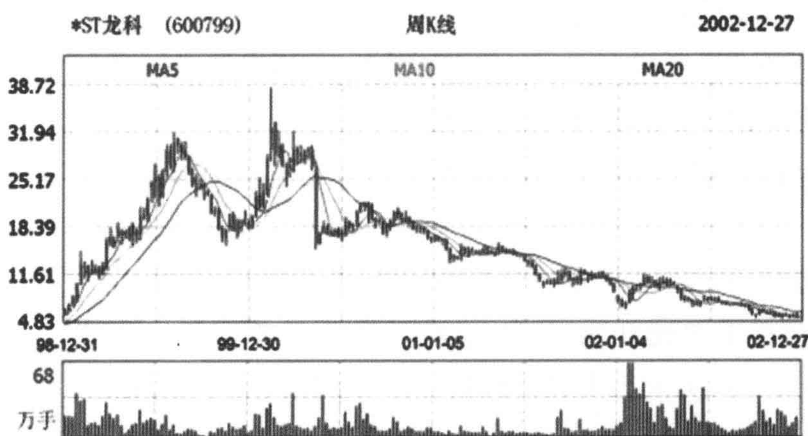


图 1.5　科利华 1998 年 12 月至 2002 年 12 月股价周 K 线

我一般遵循不在大涨之后买股票的投资信条。这一次破例是由于在《计算机世界》看到一篇题为“科利华跃进”的报道，被其超凡的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经营理念和连年跳跃式的业绩增长所吸引。

当时,《学习的革命》留给整个中国大地巨大的震荡。一家软件企业竟然在7个月内,令人难以置信地将这样一本书卖了600多万册,完全颠覆了整个出版界的游戏规则,令人对其市场策划与商业运作能力产生极大的想象空间——这家企业市场竞争力太强大,发展前景不可限量。这一次,想象力驱使下的投资冲动,让我和一次高得不能再高的风险擦肩而过。

当股价从1999年8月6日最高上涨到31.35元后回落调整时,我随着价格的逐步下跌分批买入。2000年5月17日股票10股送7股除权后,从16元左右的低位逐渐涨到20元以上。8月23日,公司公布2000年中期报告,从其披露的信息看,公司的经营状况和业绩,都与其20元以上的股价完全不相符。2000年中期披露的信息,有两点完全动摇了我继续持有的信心。

其一,被收购的阿城钢铁公司欠科利华公司4.2亿元的巨款。8月22日(请注意仅仅是中报披露前一天),双方达成协议:阿城钢铁以经评估价值为11 555万元的固定资产、无形资产归还所欠科利华部分债务。且不说归还的资产究竟价值几何,一家北京的软件企业拿到这些固定资产何用之有?更何况还有3亿多的欠款何时归还尚无着落。

其二,按2000年中期公布的业绩,每股收益仅有0.14元,上半年净利润从上年同期的6944万元下降到5529万元,业绩大幅下降20.38%。这大大出乎我的预料,与一年前从《计算机世界》看到的那个“科利华跃进”中业绩连年跳升的企业反差太大。况且,按当时20多元股价,其市盈率高达60多倍,加之业绩又大幅下降,这是稍有些价值投资理念的投资者所根本无法忍受的。

8月23日下午,股票复牌后(当时公布中报当日停牌半天),股价出现暴跌。次日出现强劲反弹行情,当股价上涨到20.60元时,我毫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不犹豫地全部抛出该股。卖掉股票的第二天，股价居然冲高到 21.5 元。如此差的中报业绩居然还能有如此强劲的上升行情，“市场先生”的喜怒无常和难以捉摸可见一斑。我持有该股一年零一个月，这在那个年代算得上长线投资了。

十多年后的现在，回顾曾经操作过的案例，发现自己每当遇到上市公司业绩首次滑落或大大出乎预料时，立即择机抛出全部持股是最明智的。抱着某些侥幸心理继续持有，往往会有更大的亏损，遇到被 ST 甚至退市的股票可就惨了。

由于收购上市后一直未能实现从股市融资和诸多其他问题的拖累，后来科利华公司年年巨额亏损，股票被 ST、* ST，直至最终退市。这个案例也表明，企业并购和业务转型将会面临巨大的风险，选择此类股票一定要慎重。

科利华曾为我国教育软件领域领军企业，其最辉煌时期的市场占有率高达 40%以上，在网络浪潮冲击下却将战略重心转向网络营销和服务。如果没有匆忙地收购上市，如果没有网络浪潮推动的战略转型，也许科利华今天依然是教育软件市场的老大。

实际上，经营企业与投资股票同样要面临巨大的风险。经营企业的关键，是要在正确的时间做正确的事，投资股票则是找到正确的时机并做出正确的选择。

托普软件——业绩大大低于预期时清仓抛出

科利华毕竟没有从股票市场拿过一分钱，它的衰落应该还是一个正常的商业行为。而我遇到的第二家最终退市企业托普软件，不仅卷走数万股东九亿多巨款，而且还让很多银行贷款也化为乌有，祸害各方后，老板金蝉脱壳跑到了国外。老板跑路在那个年代是中国股市的一大景观。

托普软件是通过收购川长征上市的。这家公司太幸运了，收购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上市后第二年即 2000 年 5 月实现增发 3380 万股(每股发行价高达 28.91 元),共募集 97 715.8 万元,扣除 2275.23 万元发行费用,募集资金净额为 95 440.57 万元。股价在增发上市的两个月后,于 2000 年 7 月最高涨至 48 元。见图 1.6。

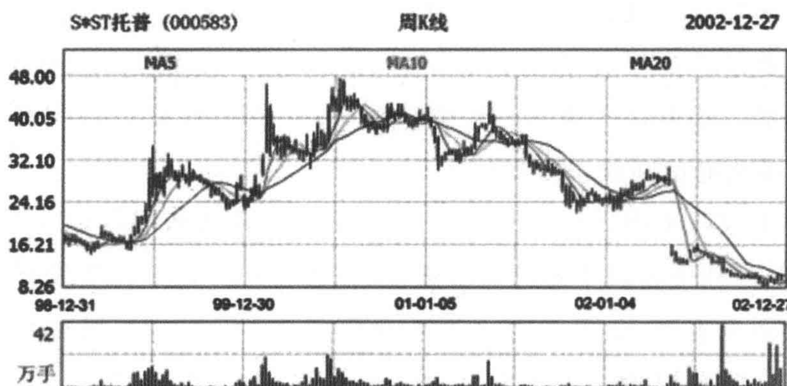


图 1.6 托普软件 1998 年 12 月至 2002 年 12 月股价周 K 线

2001 年 9 月,有关网站上发表了一篇题为"藏头护尾 欲盖弥彰透视托普软件关联交易"的文章。这引起了市场恐慌,股价快速下跌。至 2001 年 11 月 8 日,最低已跌至 22.09 元,与 2000 年 7 月的最高价 48 元相比,跌幅高达 54%。

我当时并不太相信网上的这篇文章,所以,在 2001 年 10 月、11 月一直持续增持该股,增持理由是:

① 公司收购上市后的业绩成长性很好,其 1999 年,2000 年主营业务收入分别为 27 422 万元、50 826 万元,净利润为 5751 万元、8729 万元,2000 年的主营收入和净利润增长率分别为 85.3%和 51.8%,而公司的总股本和流通股仅为 12 192 万股和 6880 万股,均约为软件业龙头企业东软股份(现为东软集团)的一半。

② 该公司 2001 年上半年每股收益 0.45 元,每股净资产 10.53 元。保守估计 2001 年全年每股收益应不会低于 0.85 元,按我的买入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价市盈率低于30倍。

③ 公司2000年5月从市场增发募集到9.5亿元巨资，其10个募集资金项目的建设期有3个为1年、6个为1.5年、1个为1.7年。照此推算，2001年下半年将有三个项目产生收益，2002年应该是十大募集项目全面产生收益的一年。因此，未来两三年仍可保持业绩高增长。

然而，我对网络上反映其关联交易的一些问题也有所疑惑，因为造假在当时并不是什么稀罕事。2002年3月15日，托普软件公司召开一次临时股东大会，带着疑惑我专程去成都，参加了这次临时股东大会。参会前，我给公司董事会秘书周涛发了一份传真，列举有关具体问题要求解答。

临时股东大会召开之前，周涛应约和我谈了一个多小时，他讲了公司发展中的一些感人事件，但对我提到的一些具体问题的解答却有些模糊。周涛不经意间说的一句话，也让我感觉味道有些不对，他说："在托普干要跟上老板的思路，跟不上就完了。"这话听起来似乎有点玩政治的味道，企业如此运作，经营风险是很大的。周涛还赠送我两本介绍公司发展历程的书，其中一本叫《我们将拥有未来》。这本书以纪实写法，叙述了公司发展历程中的很多事件，看了还是有些让我感动的。

说实话，成都之行回来后，之前的疑惑并未真正解开，依旧是雾里看花、半信半疑的感觉。

2002年3月30日，托普软件公布其2001年年度报告，同时推出10股送9股派1元的分红方案。年报显示其2001年度营业收入和净利润分别为71 100万元、8852万元，比2000年分别增长71.1%和1.4%，每股收益0.73元，盈利之低大大超出预料。

收入增长如此之高，盈利却基本与上年持平，这让我感觉很多文章揭示的虚构业绩、关联交易等诸多问题并非空穴来风。按公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增发募股说明书，其十个募集资金项目应有三个在 2001 年下半年产生效益，而 2001 年盈利却几乎没有什么增长，且下半年盈利比上半年还低了很多。这难免不令人怀疑这些增发募资项目是虚假编造以骗取募集资金。

另外，我从网上大量收集相关信息时发现，有位与托普软件公司业务相似的软件企业高管说，他搞不懂托普的经营模式，他所在公司参与项目招标时国内同行上市公司都遇到过，唯独从未遇到过托普软件。所以，看到托普软件 2001 年年报大大低于预期的业绩后，尽快卖出股票的欲望极为强烈。

原以为因公布年报上午停牌半天后，下午复牌会出现暴跌，不料股价随后几天却连续大幅上涨，最高竟涨至 31 元。当时的市场很多人还把高比例送股视为重大利好，并不理解送股仅仅是蛋糕多切几刀的游戏，而股票价值的真正提升靠的是盈利的增长。

我在 26 至 28 元抛出全部持股后，眼看着股价连续上升到 29、30、31 元的高价。“市场先生”的喜怒无常，再次让我短暂地困惑了一下。然而，托普软件股票瞬间冲高 31 元后，就开始了一去无回地迈向退市的漫漫熊途。2004 年，公司被证监会立案处理后，股价惨跌至 1 元左右，并最终于 2007 年 5 月 21 日被深交所终止上市。

四川长虹——业绩变化主导股价涨跌

如果你要投资股票，就一定要弄清楚股票价格与价值的区别。价格是市场买卖双方力量角逐，暂时形成的一个平衡点。价格的时高时低，由“市场先生”情绪不同而定。价值是由企业的盈利能力及其未来变化所决定。

股票价格以其价值为基础的交易是合理的、正常的，买卖双方都不吃亏。市场的过于悲观或乐观，经常会导致股票价格远低于或高于其价值，这样的典型案例二十多年来的沪、深股市不胜枚举。这里

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

讨论一个大家都熟悉也容易理解的公司——四川长虹。见表 1.2，1.3。

表 1.2 四川长虹经营业绩有关数据

时间(年)	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2011
主营收入(万元)	243 830	427 398	676 437	1 058 765	1 567 296	1 160 267	991 725	1 070 721	5 024 483
税后利润(万元)	42 887	70 722	115 071	167 492	261 203	200 395	52 532	27 404	32 278
税后利润比上年增长(%)	270.9	64.9	62.7	45.6	55.9	−23.3	−73.8	−47.8	−32.4
总股本(万股)	19 818	23 782	50 536	80 858	152 998	198 897	216 421	216 421	461 624
每股收益(元)	2.16	2.97	2.28	2.07	1.71	1.01	0.24	0.13	0.07

表 1.3 四川长虹 1994 年至 1999 年利润分配情况

分配方案(含配股)	实施时间(除权日)
10 派 12 元送 2 股	1994 年 6 月 13 日
10 配 2.5 股，配股价 7.35 元	1995 年 7 月 31 日
10 派 1 元送 7 股	1995 年 8 月 21 日
10 股送 6 股	1996 年 7 月 3 日
10 股送 6 股	1997 年 5 月 26 日
10 配 1.875 股，配股价 9.8 元	1997 年 8 月 10 日
10 配 2.3076 股，配股价 9.98 元	1999 年 7 月

1994 年 7 月 28 日，四川长虹收盘价 7.30 元；1998 年 1 月 9 日，该股收盘价 42.5 元。如果你在 1994 年 7 月 28 日以 7.3 元买入 1000 股四川长虹股票，并一直持有到 1998 年 1 月 9 日以 42.5 元卖出。当初买入的 1000 股，至卖出时变为：

1000×1.7×1.6×1.6=4352 股

按 42.5 元卖出获得 42.5×4325=184 960 (元)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扣除手续费后，三年半时间资本升值24倍以上。而同期上证指数从1994年7月28日339.8点到1998年1月9日涨至1239.9点，涨幅仅为2.65倍。

长虹产品涉及千家万户，任何普通投资者只要多去商场跑跑，就能发现它在上世纪90年代中期的彩电市场，销售是多么火爆。若在那时就按对企业盈利能力变化的判断来操作，你也许在那几年就可以从这24倍以上的股价上涨中分享一份收益。

这个曾长达一年多市盈率只有2至3倍，而利润增长率高达50%左右的股票，却与我擦肩而过。也许，那时我花费太多的精力和时间去关注完美的技术图形和那变幻莫测的股价跳动去了，或许就是在追逐一些好题材、好概念、好故事的热门股吧。

四川长虹公司业务并不复杂，全国各大商场都有它的产品。“市场先生”在1994年至1995年曾给予其2至3倍市盈率的超低价，从当时的盈利增长率看，大约是在以不到一折的低价出售。后来至1998年1月价格上升了24倍以上，也是物极必反后狂热投机导致的价值高估。

四川长虹的经营业绩也从1993至1997年持续了五年的高增长，到1998年开始戏剧性地连年大幅下降，股价也随之上下起舞。在1999年5月至2001年6月那轮上证指数大涨一倍以上的行情中，由于盈利继续连年大幅回落，四川长虹股价走势也一直是持续低迷下跌。见图1.7,1.8。

实际上，如果用心关注四川长虹，从媒体的报道就会发现，其1998年开始的业绩连连高台跳水的始作俑者，恰恰就是长虹公司自己。是长虹最先发起价格战，并通过低价促销迅速占领市场。价格战之初，长虹尝到甜头并谋取了暴利。

1996年3月26日，长虹宣布所有品种彩电一律大幅让利促销，降价幅度从8%至18%。猝不及防的其他国内厂商只好纷纷选择跟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随长虹降价。低价促销使长虹的销量和市场占有率均快速上升，至1996年底即坐稳了彩电大王的宝座。

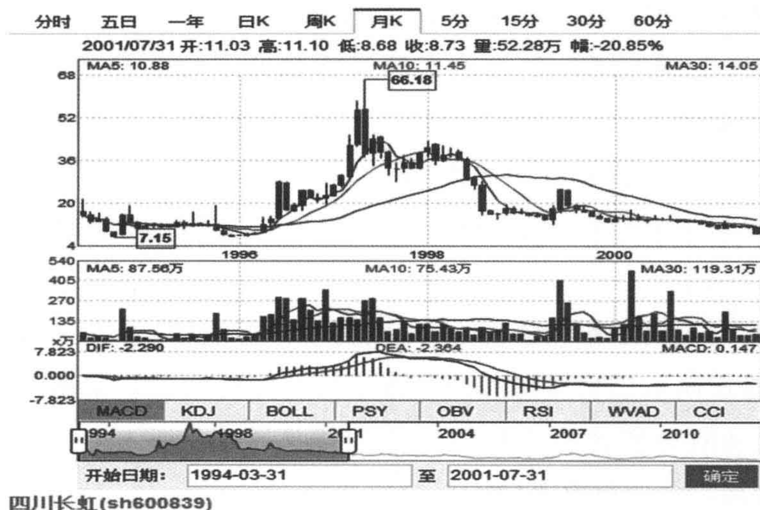


图 1.7　四川长虹 1994 年 3 月至 2001 年 7 月股价走势

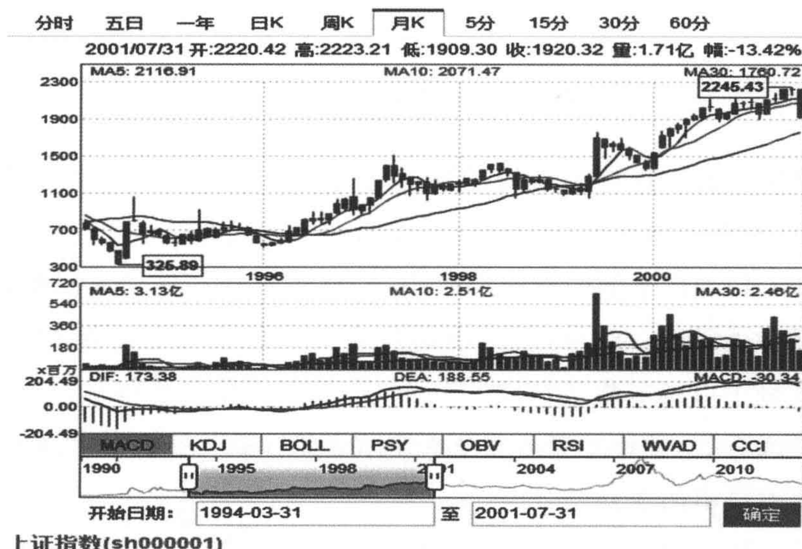


图 1.8　上证指数 1993 年 3 月至 2001 年 7 月走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1997 年，以低价促销而声名远扬的长虹董事长倪润峰登上了事业和个人政治生涯的巅峰，被选为中共中央候补委员，这是绝大多数中国企业家所梦寐以求而又望尘莫及的角色。

然而，长期的恶性价格战最终没有赢家。长虹盈利从 1997 年 55.9%的高增长，至 1998 年急转直下为下降 23.3%，1999 年，2000 年更是进一步下跌 73.8%和 47.8%。至今十五年过去了，长虹仍在品尝自己当年酿造的苦酒，整个彩电行业也一直未能走出那场恶性价格战的阴影。

长虹的盈利变化和股价走势，极为生动地表明：上市公司盈利能力变化是影响股票价格涨跌的最根本的决定性力量。依据企业发展前景、盈利能力变化和价格与价值的背离做出买卖决定，是降低风险、获取高收益的有效手段。

四、看清并利用市场的投机本质

情绪化的“市场先生”

贪婪、恐惧、盲从于市场的随波逐流，这些人类本性中的某些固有特质，几百年来并没有随着社会文明的进步而改变。

在人们现代生活的诸多决策中，金融决策往往是最具感情色彩、最不符合逻辑的。而且，颇具感情色彩的个体情绪会逐渐相互感染而形成整个市场的集体情绪和行为，并不断自我增强和放大，直到某个巅峰或谷底，群体贪婪和恐惧的轮番发作，使市场轮番上演癫狂牛市和凄凉熊市的悲喜剧。

巴菲特的导师，被誉为美国证券分析之父的本·格雷厄姆，曾用拟人化的方式来表述整体股票市场的非理性特征。他指出：你应该把股票市场的行情变化视为一个“市场先生”的安排，他是你们合伙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人企业的合作伙伴。虽然你们的合伙企业可能具备某种稳定的经济特征，但不幸的是，这个家伙患有无法治愈的精神缺陷。有时他极为开心，甚至是过度亢奋，他看到合伙生意中到处是鲜花和阳光，未来果实诱人，此时他会担心你争夺他的股份而报出很高的买卖价格；有时他又极度悲观和恐惧，认为合伙生意所要面临的都是麻烦，甚至会跌入深渊，此时他会很担心你把这个“烫手的山芋”——股份转让给他，于是就不断报出很低的价格。

在市场整体——“市场先生”贪婪与恐惧情绪的交替发作驱使下，股价大起大落的悲喜情景大剧在沪、深股市也轮番上演，且还根本没有呈现出收敛的迹象。按表1.1沪市牛熊周期性交替状况，三次牛市的涨幅依次为1524.0%、337.6%、513.6%，三次熊市的跌幅则依次为67.1%、55.6%、68.2%。当人们津津乐道于有效市场理论时，市场却在最情绪化、最贪婪或最恐惧的力量驱使下，一再不可理喻地上蹿下跳，与有效市场理论相差甚远。

从二十多年来沪、深股市三轮大起大落的牛熊交替，你就应该看清楚“市场先生”具有狂躁亢奋和悲观抑郁症交替发作的基本特征。你更应该明白，当市场趋于某个极致而将面临转折之时，继续跟随“市场先生”亦步亦趋是极其危险的。对你有用的，不是“市场先生”的智慧，而是他的情绪走向极端时所报出的荒唐价格。

巴菲特在总结他的投资经验时说道：“我们只是设法在别人贪心的时候保持戒慎恐惧的态度，而当所有人都小心谨慎时才会勇往直前。”

集中精力关注目标企业

股票市场由于经常受到某种极端情绪的影响而本质上难以捉摸或预测，因而依据技术图形的变化猜测市场心理，或凭借漂浮不定的题材、概念甚至是真假难辨的传言做出投资决定，无疑都是在玩风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与收益极不对称的游戏。当一个人情绪失控时，会导致什么结果以及他何时才会回归理性，对此均难以预料和把握。那么，当数千万人集体情绪失控而癫狂发作呢？或许更难以预料和把握吧。

同样，由于整体经济走向的难以预测，投资者也不应该把主要精力用在分析和判断整体经济发展短期或中期的冷暖交替上。整体经济转折的确切时间难以预测，往往波峰或谷底过去之后才能真正确认。况且，股票市场的趋向并非完全和整体经济同步或趋向一致。有关统计表明，大约在 2/3 的时间段里股市和整体经济趋势是一致的，而在另外的 1/3 时间段里二者方向并不一致甚至是完全相反的。股票市场很多次大的波动，却恰恰发生在那个与经济走向不一致的 1/3 时间段里。

所以，明智的投资者应该清楚自身能力的局限，应该利用自身的优势，把时间和精力用到自己熟悉或能够理解和较好把握的事情上，重点关注目标企业的基本面及其变化。医生应多去关注疗效显著的新药出自哪家公司，而不是跟随市场潮流去追逐那些不能理解的网络概念股；制造业从业人员应该关注自己的同行及上下游企业中哪家管理更优异、竞争优势更强大；普通消费大众则应在消费的同时，留意一下哪家企业的产品由于其独具特色和高性价比而受到市场青睐……

如果你具备基本的经济常识和对企业的基本判断，当优异企业股票以较低折扣价贱卖时，就应该能找到价值被严重低估的投资良机。当你把注意力聚焦到精心挑选出的几家企业，研究它的过去、现在和未来，对其做深入、细致和具体的分析后，做出正确判断的机会无疑将大大高于那些玩技术图形和盲从市场追涨杀跌的短线客。尤其当发现管理优异、市场发展潜力大且价值被显著低估的成长股时，应对自己有能力看清、看对的目标大举投资，而忽略其他不确切诱惑，这是股票投资成功的关键。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场主流投资群体，尤其是机构投资者，往往目光短视或由于年度业绩考评压力大而过于看重整体经济的短期趋向，跟随其后亦步亦趋。由于整体经济的转向事先难以看清（经济学家因此将股票市场趋向视为经济先行指标之一）及股市与经济的运行方向有时并不一致，这样的投资理念和方法经常会犯下严重的错误。例如，2008 年那次年度跌幅高达 65%的调整行情，绝大多数机构均未能逃脱。

股票市场实际运行情况表明，除经济周期趋向外，还有很多其他力量或因素影响着投资者的情绪和心态，从而影响到市场的趋向。例如，利率趋向、货币政策、通货膨胀、政府政策导向等。2002 年至 2005 年，是我国经济增长最快、最好的一段时期，沪、深股市却以连续四年的熊市逆向运行，原因就是政府下决心要解决历史遗留问题——让占总市值 2/3 以上的国有股、法人股实现上市交易，供求关系的天平因此极度失衡。那次持续四年的大熊市，换来的是长期困扰沪、深股市股权分治问题的有效解决。

由于影响经济和股票市场的多种力量交织在一起，极为错综复杂和变幻莫测，投资者的明智对策是忽略整体经济的短周期波动，也不去跟随“市场先生”情绪的变化，而是集中精力去关注具体的微观经济体——目标企业的经营状况及其变化。

当我们确切了解到新技术、新工艺、管理变革与营销模式创新等对某家企业的深刻影响，并发现其已经带来企业竞争力的提升和业绩增长时，却经常会发现“市场先生”对此无动于衷或反应滞后。如果我们对关注的目标有足够的了解，对自己的判断有信心，就应该敢于下大注，这样的投资会大大降低风险并提高收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五、价值投资选股策略

寻找低风险、高收益的目标企业

写本节内容时，我首先想到的还是本·格雷厄姆多次告诫其弟子巴菲特的投资格言：第一条，不要出现亏损；第二条，永远记住第一条。

中国绝大多数民众宁愿把钱存在银行，接受那点有时甚至还抵不上通货膨胀损失的利息，我想他们也是在遵循着安全第一的原则。银行的利息收益是确切的，通货膨胀导致的货币贬值，是唯一的风险。2011 年的通货膨胀率就导致所有把钱以存款方式放在银行的人都是吃亏的。

股票的魅力和风险，就在于其未来收益的不确定性，一家上市公司的盈利可能会持续增长，也存在盈利下降甚至是亏损的风险。价值投资的目标，就是要选择到盈利增长相对确切的目标企业，并在价值被低估时买入。买入应遵循三位一体的投资策略：选择管理优异、成长潜力大、价值被显著低估的股票投资，可以大大降低风险，并获取较高收益。投资于这样的上市公司，由于企业的盈利及增长较为确切且价值被市场低估，一个高收益、低风险的投资结局无疑应该是大概率事件。

如果通过对目标企业进行深入细致地分析和比较，找到了可持续快速成长的优异上市公司，在市场最悲观而导致其价格偏离价值被低估最严重时，是买入持有的最佳良机。买入价愈低，未来的收益率就愈高。

以市盈率判断市场的高位和低位

判断市场的悲观情绪大概在什么时候达到或接近一个极致，可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以采用国际上通用的市盈率指标来做判断。市盈率的定义是每股股价除以每股收益。每股收益等于企业年度税后利润总额除以总股本。每股股价是买入股票时每股投入的本金。

所以，市盈率的概念是指，如果企业以后每年的收益没有发生变化，几年后可以通过收益收回投资本金。从这个角度看，市盈率是一个衡量投资回收期长短的指标，市盈率越小，表明投资回收期越短。

市盈率的倒数是每股收益除以每股股价，相当于是按此股价买入的投资年收益率，这个投资年收益率是与一年期银行存款有可比性的一个指标，投资者当然希望这个数字愈大愈好。这里，我们看到，股票投资的年收益率为：

股票投资年收益率＝每股收益÷每股股价

由此可见，以一定价格买入后，股票投资年收益率及未来变化，完全由分子中的每股收益及其未来增减所决定，对此能否做出正确判断，决定着投资的成败。

对整体市场平均价格水平高低的判断，可以对其平均市盈率变化进行观察。例如，如果关注的目标企业是沪市 A 股上市公司，根据上海证券交易所提供的数据，可得沪市 A 股 1996 年 7 月以来的各月月末平均市盈率水平，如图 1.9。

从图 1.9 沪市 A 股 1996 年 7 月至 2012 年 12 月各月月末平均市盈率波动范围可知，前两轮牛市的巅峰期，沪市 A 股月末平均市盈率水平在 50 倍以上的高位分别停留长达 15 个月和 6 个月，分别为 2000 年 4 月至 2001 年 6 月和 2007 年 7 月至 2007 年 12 月。其中，2001 年 3 月和 4 月，沪市 A 股月末平均市盈率高达 60.88 和 60.99 倍，即市场此轮高位对投资回收期的容忍度达到 61 年。而在上轮牛市巅峰的 2007 年 10 月，沪市 A 股月末平均市盈率更是高达 69.64 倍，即市场在此轮最狂热的高位对投资回收期的容忍度达 70 年，该月沪市上证指数盘中创下 6124 点的历史最高点位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

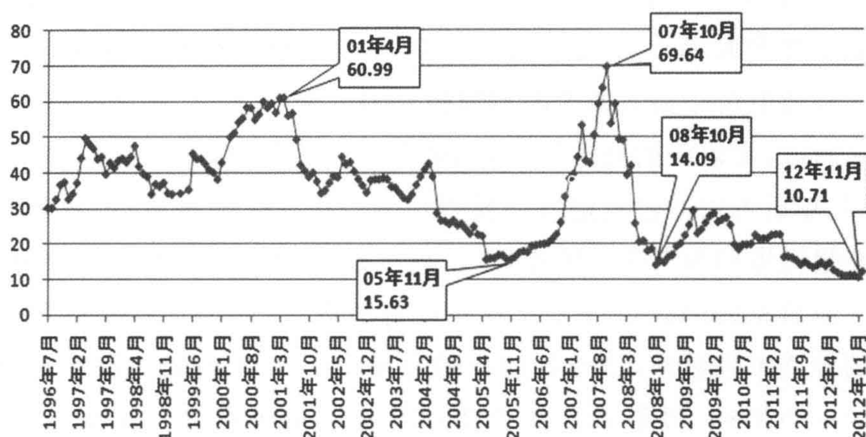


图 1.9　沪市 A 股 1996 年 7 月至 2012 年 12 月月末平均市盈率

在 2001 年 6 月至 2005 年 6 月的那轮熊市末期及随后的新一轮牛市初期，沪市 A 股月末平均市盈率在 16 倍左右停留了 8 个月，上证指数于 2005 年 6 月 6 日盘中创下 998 点的最低点。

2008 年，金融海啸引发全球股市暴跌，使步入熊市的沪市 A 股加速下跌，2008 年 10 月的沪市 A 股月末平均市盈率创下 14.09 的新低点，10 月 28 日沪市上证指数盘中创下 1664.9 点的调整低点。随后由于四万亿投资拉动的政策效应，引发一轮为期 8 个月的反弹行情，至 2009 年 7 月收盘创下 3412 点（对应沪市 A 股月末平均市盈率 29.41倍）的反弹高点后，复归熊市持续下跌的基本特征，并一直延续至 2012 年 12 月初（12 月 4 日盘中创下 1949.46 点的最低点）。

2012 年 11 月，沪市 A 股 10.71 倍的月末平均市盈率，比前一轮熊市最低点，即 2005 年 11 月末 15.63 倍市盈率降低了约 31.5%，可见本轮长达五年之久的大熊市杀伤力之大。

10.71 倍的平均市盈率对应的沪市 A 股平均年投资收益率为 9.34%，比银行 3%的一年期存款利率高出两倍以上。而前一轮牛市巅峰对应的 2001 年 4 月和 2007 年 10 月两个沪市 A 股月末平均市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈率高点为 60.99 和 69.64 倍，对应的沪市 A 股平均年投资收益率为 1.64%和 1.44%，大约仅为一年期银行存款收益率的一半。

从上述数据可知，1996 年 7 月至 2012 年 12 月期间，沪市 A 股投资者在市场最狂热、最贪婪时期，能接受 69.64 倍的 A 股月末平均市盈率，即对应 1.44%的沪市 A 股平均年投资收益率；而在最恐惧、最悲观之时，只能接受 10.71 倍的 A 股月末平均市盈率，即对应 9.34%的沪市 A 股平均年投资收益率。

从对图 1.9 沪市 A 股月末市盈率波动区间的观察可知：从长线投资的角度，当沪市 A 股月末平均市盈率低于 20 倍（对应 A 股平均年投资收益率高于 5%）时，原则上应择机选择符合三位一体投资条件的股票买入；当沪市 A 股月末平均市盈率高于 40 倍（对应 A 股平均年投资收益率低于 2.5%）时，原则上应以规避风险、逢高抛出为主。

本质上，任何投资都是为追逐高收益率。当整体市场平均年投资收益率高出一年期银行存款利率 1 倍时（6%以上的平均年投资收益率对应的平均市盈率是 16.67 倍以下），你会发现从对风险与收益的权衡中，找到有投资价值的股票不再困难；当整体市场平均年投资收益率高出一年期银行存款利率 2 倍左右（9%左右的平均年投资收益率对应的平均市盈率是 11.1 倍左右），你会发现从对风险与收益的权衡看，很多行业都很容易找到有投资价值的股票。

银行股——市盈率最低的行业

基于企业分析和价值判断投资模式的另一大好处，是能减轻贪婪、恐惧、盲从市场等情绪的影响。举例而言，中国的上市银行 2010 年至 2012 年倍受市场冷落，2012 年 9 月底时市盈率仅有四五倍，这样的低价是“市场先生”认为这个行业即将衰落甚至于崩溃。有些经常在媒体抛头露面的所谓财经大腕，也耸人听闻地向大众描绘银行业的末路和崩溃的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其实，你只要认真研读银行的报表，就会发现中国的上市银行，此时的资产质量处于历史最好时期，不良贷款率大幅降低（如招商银行从2002年末的2.99%至2012年6月底降为0.56%；农业银行从2002年末的30.07%至2012年6月底降为1.39%）。如果你把16家上市银行2012年中报及三季报都研究一下，会发现有几家管理优异、体制灵活的中型银行，其盈利增长率仍然保持在30%以上。

如果你掌握了从市场平均市盈率或平均年投资收益率的角度把握长线投资机会，又懂得如何分析企业而选择到符合三位一体投资条件的上市公司，就可以做到在承受较低风险的同时，获取远高于银行存款利率的投资收益率。例如，沪市A股2012年下半年对应的月末平均市盈率就是在11.1倍左右（对应沪市A股9%左右的平均年投资收益率）。在这样低的市场平均市盈率背景下，很多行业上市公司的股票被集体性严重低估，其中的一大奇观是成长出色的银行股成为市盈率最低的行业板块，以2012年9月21日收盘价计算，16家上市银行的市盈率在3.7至5.9倍之间，对应的年投资收益率在16.95%至27.03%之间，这样的年投资收益率是一年期银行存款利率（3%）的5.65至9.01倍。

表1.4　16家上市银行市盈率与增长率

公司简称	2012上半年每股收益	股价(9.21)	每股净资产	市盈率(II)	年投资收益率(%)	2011上半年净利同比增长	2012上半年净利同比增长
工商银行	0.353	3.66	2.91	5.2	19.23%	29.0%	12.5%
建设银行	0.425	3.87	3.45	4.6	21.74%	31.3%	14.6%
农业银行	0.248	2.41	2.13	4.9	20.41%	45.4%	20.8%
中国银行	0.260	2.63	2.71	5.1	19.61%	29.0%	6.9%
交通银行	0.419	4.12	4.01	4.9	20.41%	29.5%	17.7%
招商银行	1.083	9.81	8.40	4.5	22.22%	40.9%	25.7%
民生银行	0.690	5.49	5.28	4.0	25.00%	57.5%	38.1%
中信银行	0.414	3.58	4.02	4.3	23.26%	40.9%	28.2%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表 1.4

公司简称	2012 上半年每股收益	股价(9.21)	每股净资产	市盈率(II)	年投资收益率(%)	2011 上半年净利同比增长	2012 上半年净利同比增长
兴业银行	1.586	11.74	12.03	3.7	27.03%	38.8%	40.3%
浦发银行	0.922	7.21	8.69	3.9	25.64%	42.2%	33.7%
光大银行	0.320	2.63	2.59	4.1	24.39%	34.9%	40.3%
平安银行	1.320	12.88	15.58	4.9	20.41%	56.0%	45.2%
华夏银行	0.887	7.94	10.01	4.5	22.22%	41.9%	42.4%
北京银行	0.727	6.86	7.67	4.7	21.28%	30.6%	25.6%
宁波银行	0.748	8.84	7.06	5.9	16.95%	31.1%	30.4%
南京银行	0.736	7.51	7.79	5.1	19.61%	33.3%	37.7%

注：股价选取 2012 年 9 月 21 日收盘价。

被誉为“全球最佳选股者”，并被美国基金评级公司誉为“历史上最传奇的基金经理人”彼得·林奇，当看到这么多市盈率约 4 倍而增长率却高达 30%至 40%的股票，不知道会不会兴奋得晕倒。他在《彼得·林奇的成功投资》一书中这样写道：

任何一家公司，如果它的股票定价合理，那么该公司股票的市盈率将等于公司的盈利增长率。一般来说，如果市盈率只有增长率的一半，那么这家公司就非常不错了；如果市盈率是增长率的两倍，那么这家公司就差些了。我们一直在用这个方法来为共同基金分析股票。

按 2012 年 9 月底银行普遍四五倍的市盈率，表明若维持目前收益水平，四五年后即可通过收益收回购买股票的本金投入，对应的年收益率是 20%至 25%，这个收益率水平比购买固定收益债券或长期存款要高出大约三至四倍。如果你以这样的低价购买了一家优秀银行股，只要该银行的经营不出现大的问题，股价的进一步下跌你还会恐惧吗？价格决定未来的收益率，明智的做法只会是在低价进一步买入股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还有，当你自己能分析企业并做独立判断时，某些财经或股评人士似是而非的观点还会影响到你吗？当通过分析知道市价已大大高于股票价值，当整个市场在贪婪而亢奋的情绪驱使下冲击牛市巅峰时，你还会次次身陷其中而不懂得急流勇退吗？显然，通过自己分析企业并判断其价值和发展前景，会减少投资者最容易犯的三大错误（贪婪、恐惧与盲从市场）的机会。

在这16家银行股中，尤其可以看到民生银行、兴业银行、光大银行、华夏银行、南京银行等市盈率仅4倍左右，净利润增长率却高达40%左右。民生、兴业、光大、华夏和南京等银行市盈率依次为4.0，3.7，4.1，4.5和5.1，2012年上半年净利润增长率分别为38.1%，40.3%，40.3%，42.4%和37.7%。

按彼得·林奇"如果市盈率只有增长率的一半，那么这家公司就非常不错了"的说法，民生、兴业、光大、华夏和南京银行的市盈率大约为19，20，20，21和19倍，如果这是五家银行的合理市盈率，则对应合理股价应为合理市盈率乘以2012年上半年每股收益的两倍，分别为26.22元、63.44元、12.8元、37.25元和27.97元。按2012年9月21日民生、兴业、光大、华夏和南京银行的收盘价，分别为其合理市盈率股价的20.9%，18.5%，20.5%，21.3%和26.9%。极度悲观情绪，导致一些银行股以低至合理股价二折左右的市场价格在出售。

投资银行股——机遇大于风险

最低的市盈率，意味着"市场先生"认为银行业是风险最大、增长前景最差的行业。对增长率高达30%至40%的银行，市场给出四五倍的市盈率，"市场先生"的潜台词是：这个行业业绩即将从增长转为大幅下降甚至是崩溃。事实果真如此吗？

中国股市的价值投资者，能以如此低廉的价格买到成长性出色的银行股，要感谢2008年的全球金融海啸和中国银行业的利率市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化这两大事件。

2008 年的金融海啸导致美国四大银行相继倒闭或被改组，给全球投资者以巨大震撼并留下深重的心理阴影。人们自然会想到，这些历史悠久的全球巨无霸银行竟如此不堪一击地轰然倒下，可见银行业风险之大。

在此国际金融大背景影响下，体制机制及商业模式与欧美发达国家银行没有什么可比性的中国大陆银行业股票，却仿佛也被传染了瘟疫一般，成为人们避之不及的市场弃儿。

人们宁肯相信被过度渲染却实际发生可能性很低的所谓政府平台债、房地产贷款和整体经济硬着陆三大危机会导致银行因资产质量迅速恶化而业绩大幅滑坡，宁肯相信利率市场化会使银行业从此是“王小二过年——一年不如一年”，也不愿相信银行业尤其是几家管理优异、机制灵活的中小银行正面临持续快速发展的良好机遇，从而一再对这些成长出色的中小银行资产质量的稳定和经营业绩持续高增长视而不见。

“祸兮福所依。”其实，2008 年的金融海啸对中国银行业是一件好事，中国银行业管理者们未付任何学费就从这场危机中吸取了宝贵的经验教训，从而会更为理性和稳健地经营，这就避免或降低了中国银行业今后发生类似危机的可能性。另外，这场危机也使中国人民银行和银监局在政策上对银行业倍加呵护，并从体制机制上逐步完善和加强监管。

再说说利率市场化。利率市场化对中国银行业是挑战更是机遇。中国银行尤其是一些管理优异、机制灵活的中小银行，将会在利率市场化的重大变革中更加迅速地培育和强化其核心竞争力。历史经验也表明，利率市场化能够促进银行业培育和提升核心竞争力。

1980 年 3 月，美国制定《存款机构放松管制的货币控制法》，决定分 6 年取消 Q 条例，1986 年实现利率市场化。利率市场化前，美国银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业的资产利润率约为1.3%，1981年至1986年上升到1.39%，1987年至1991年利率市场化成熟期为1.67%，比利率市场化前提升约30%。

再从三位一体的投资角度讨论一下16家上市银行。价值低估前面已有计算，市场价仅为合理市盈率股价二折左右的定位也许并不准确，但银行股大多数被严重低估应该是客观合理的判断。

管理是否优异，需要对各家银行做深入细致的分析，限于篇幅不宜在本节展开讨论。表1.4的成长性数据，实际上也是各银行管理风险能力的综合体现。

在此主要说说我国银行业的发展潜力空间大小。首先，中国经济还有较长的成长期和较大的增长空间。按世界银行公布的数据，2011年美国人均国民收入约为43 017美元，而中国人均国民收入约为7476美元，仅为美国的17.38%。

英国《金融时报》首席经济评论家马丁·沃尔夫在《为什么中国可以再保持20年的高速增长?》一文中认为，东亚经济赶超最发达经济的经验和教训几乎是，这些赶超型经济国家在他们的人均收入超过美国人均收入的50%之前，是很容易保持高速增长的。如果中国经济还有10年以上的高增长期，作为关系国计民生的重要基础行业——银行业的持续高增长同样值得期待。

成长潜力空间的大小，16家银行应该有很大的差异。四大银行的体量已是世界级大银行，工商银行、建设银行、农业银行、中国银行在世界500强的排序依次为54，77，84，93，在中国境内的经营机构网点数依次为16 825家、13 719家、23 465家、10 310家(至2012年6月30日)。

而从营业收入规模看，排名第七、第九、第十三的民生银行、兴业银行和华夏银行，境内经营机构网点仅为640，676和437家(至2012年6月30日)。这些银行的市场网点布局仅仅基本覆盖完省会以上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的大中城市，对地市一级的网点布局还处在初期，而绝大多数县一级城镇基本尚属未开拓的空白市场。即便是这些已初具规模的中型银行，也仍然在规模、体制机制、人才和管理等诸多方面均具备一定竞争优势，抵御风险的能力大大优于地方性小银行。

况且，这几家仅有四百多或六百多经营机构网点的银行，与拥有一万多或两万多经营机构网点的四大银行相比，市场拓展的潜力空间是极其巨大的。有何理由认为，这几家银行仅仅因为利率市场化就将陷入增长乏力，甚至是每况愈下的境地呢？而"市场先生"给出的如此低价，却只能由其经营即将每况愈下才可以解释。

当然，银行的高杠杆经营模式存在一定风险，尤其当整体经济滑落时，不良贷款率会显著上升而使银行面临更大的风险。但是，如果你仔细分析中国经济的体制机制和银行业资产质量的现状，就会发现为获得比银行一年期存款高出六七倍的收益率而承受一定的风险是值得的。

在我看来，中国上市的 16 家银行股，价值已经被严重低估。尤其是几家体制机制灵活、管理优异的中小银行(如兴业银行、华夏银行、民生银行等)，其近几年盈利增长均保持在 40%左右，市盈率却低到只有四五倍(对应投资收益率 25%、20%)，而美国、香港的一些大银行(如富国银行、恒生银行等)盈利增长率仅有 20%左右，市盈率却都高达 10 倍以上。对此，我想只有两种可能，一种是国内这几家银行比境外银行存在更大的风险(对此我持相反观点)，另一种可能则是"市场先生"对中国银行业过度悲观。如果是后一种情况，则意味着价值投资者的极佳机遇。

当沪市 A 股达到 11.1 倍左右的市盈率时，你从企业分析和价值判断的角度入手，挑选到管理优异、成长潜力大、价值被严重低估的银行股，面对 4 倍左右的市盈率(即 25%左右的年投资收益率)，你还会担心股价的进一步下跌吗？这样的情况，就是证券交易所关门你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也不必担心。因为，只要整体经济不出大问题，银行能持续地正常经营，就没有什么可担心的。

可见，基于价值判断和企业分析投资模式的另一大好处是，能减轻贪婪、恐惧和盲从市场等情绪的影响，使你真正从投资的本质——对风险和收益的权衡中做出理性决策。当你自己读报表，自己查阅资料作分析时，你就知道某些所谓的权威财经大腕或股评人士耸人听闻地向大众描绘银行业末路和崩溃的风险近乎荒唐。只要你认真研读报表资料，就会发现，诸多银行的经营体质已成长得如此强健，资产质量处于历史最好时期，不良贷款率大幅降低，一些指标甚至显著优于国际 1000 家大银行的平均水平。尤其是一些中小银行，仍处在市场布局的初期，未来规模化扩张潜力巨大。

本节重点讨论了本次熊市谷底市盈率最低的银行业股票投资价值，在沪市 A 股整体 11.1 倍左右市盈率的底部区域，实际上很多行业都有价值被市场严重低估的股票，踏踏实实地从分析企业、评估价值、谋取长期稳定高收益率的价值投资角度入市，可以使你的投资在承受较低风险的同时，获取高于银行存款数倍乃至数十倍的高收益。

三位一体的投资选股策略

股票价格无疑是由上市公司的经济命运，即企业盈利能力的变化所决定的。虽然短期和中期的波动两者经常会出现背离，但如果时间足够长，则两者是完全一致的。

本·格雷厄姆指出："当投资是以最靠近企业的方式来进行时，投资是最明智的。"正是由于信奉这条投资基本原则，沃伦·巴菲特创造了令全世界叹为观止的财富神话。在一次美国最成功投资者评选中，依据其长期业绩选出的二百多位杰出投资者中，绝大多数是价值投资者，而其中居然有四十多位是本·格雷厄姆的弟子。

二十多年来，在沪、深股市几千家上市公司中，如果以五年以上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的时间考察，你大概找不到几家股价和业绩增长持续背离的股票。即使偶尔找到一家价值和价格长期背离（业绩持续提升、股价持续下跌）的股票，也只有一个原因——当初的股价被市场狂热投机炒作得太离谱（价格远高于价值）所致。

因此，选择管理优异、成长潜力大、价值被市场显著低估的股票投资，可以大大降低风险并获取较高收益。作者提出的三位一体价值投资策略，是对二十多年投资实践经验教训的思考和总结。持有的股票是否卖出，也应该根据这三大要素做出决定。

如果管理出了问题、成长动力衰竭或市场需求容量趋于饱和以及价格过度偏离价值，三个因素只要出现一种，就应认真考虑是否卖出持股。三个要素中，前两个要素确保公司业绩的持续快速增长，后一个要素确保不会出现股价与业绩增长长期背离的状况出现。买价决定收益率，“市场先生”过度悲观导致的远远低于价值的股价，恰恰是价值投资者买入的良机。

价值投资开启成功之门

著名价值投资大师菲利普·费雪的著作 *Common Stocks and Uncommon Profits* 中文版《怎样选择成长股》，我阅读过很多遍，阅读时发现这位令全球价值投资者仰慕的大师说道，自己的投资理念是大约经过四十年的投资实践经历后才完全定型的。

所以，价值投资并不是你今天接受，明天就会成功的事，这是一个需要长期持之以恒的学习，不断总结经验教训才能不断提高投资成功率的过程。

尽管理论界及某些市场人士以种种复杂的方式解读股票投资，而实际上很多都偏离了投资的本质，因而经常会在变幻莫测的股市涨跌中迷失方向甚至犯下大错。而价值投资在世界股市数百年来的发展中，已经被证明是降低风险和提高成功率的最可靠方法。QFII

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

初入中国股市的第一个十年，在沪、深股市涨幅几乎为零的市场背景下，获得两位数的年均复合增长，其唯一依靠的就是价值投资。

价值投资其实并不是什么玄妙高深的东西，它简单到只有两点：就是读懂企业和把握好价格与价值的关系。可见，价值投资既不神秘也不深奥，普通人经过努力都可以学会。投资者要有耐心和信心持续地学习，量的积累到一定时候必定会有质的提升。然而，想要持续获得高收益并不那么简单。棋牌简单吧？但想要持续成为赢家可就不那么简单了。所以，股票投资和玩棋牌的道理差不多，都需要长期地实践和学习，持之以恒地专注与投入。

价值投资的魅力在于，新公司源源不断地涌现，老公司的经营也总是在不断变化之中，五彩缤纷的市场经济宏观世界和微观世界也都在不停地变化，你所要面对的永远是新的棋局或牌局。

下一轮牛市，下一个十年，换一个角度观察股市，换一种思路去投资，抓住中国经济千载难逢的成长机遇，让价值投资为你开启成功之门。

本章要点汇总

◎ 价值投资者的主要时间和精力要用于企业分析，并以正确方法判断其价值。对价值投资者有用的是，“市场先生”极端情绪所制造的股票价格和价值的严重背离。当市场最恐惧、最冷落的时候，正是价值投资者择机从容买进的最佳机会。

◎ 只有认清所买股票价值为何，才能去抓住价值被市场低估的机遇。只有把握好影响价值变化的重要因素，风险来临时才能从容应对，及时避开风险。

◎ 上市公司盈利能力变化是影响股票价格涨跌的决定性力量。依据企业发展前景、盈利能力变化和价格与价值的背离做出买卖决定，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是降低风险、获取高收益的有效手段。

◎ 价值投资所要寻找的，是能持续实现盈利快速增长的优异企业，同时又要以最小的风险和最少的成本投入。

◎ 明智的投资者应该清楚自身能力的局限，应该利用自身的优势，重点关注目标企业的基本面及其变化。

◎ 当发现管理优异、市场发展潜力大且价值被显著低估的成长股时，应对自己看清、看对的目标大举投资，而忽略其他不确切的诱惑，这是股票投资成功的关键。

◎ 本·格雷厄姆多次告诫巴菲特的投资格言：第一条，不要出现亏损；第二条，永远记住第一条。

◎ 价值投资的目标，就是要选择到盈利增长相对更确切的目标企业，并在价值被低估时买入。买入应遵循三位一体的投资策略：管理优异、成长潜力大、价值被显著低估。

◎ 彼得·林奇说："任何一家公司，如果它的股票定价合理，那么该公司股票的市盈率将等于公司的盈利增长率。一般来说，如果市盈率只有增长率的一半，那么这家公司就非常不错了；如果市盈率是增长率的两倍，那么这家公司就差些了。我们一直在用这个方法来为共同基金分析股票。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章 正确应对市场的不可预测性

一、不确定性是市场的本质特征

预测的危险性

无论是经济学家还是大法师，无论是证券分析师还是算命先生，任何想预测未来的“圣贤”们，无一例外，都必然要穿越变幻莫测、暗藏玄机的时空领域。

未来充满了变数或不确定性，对未来的预测也时刻与风险相伴随。连金融投机大师索罗斯也不得不叹息：“不怕亏损和失败，最怕的就是不确定性。”

美国《华尔街日报》曾做出统计：经济学家们对30年期国库券利率及其变动的31次预测中，不仅预测出的利率与实际根本不符，更令人吃惊的是，竟然有22次连预测的走势都是完全错误的。

1994年上半年，我国分管经济的某位领导人出访日本，回答记者提问时说，中国当年通货膨胀率可控制在10％以内。显然，这一良好愿望也是以他的那些经济“智囊”们的分析预测为基础的。然而，年底的实际数据却不可思议地高达约22.4％。

1996年，国内占压倒性多数的经济学者们十分自信地声称，中国经济已实现“软着陆”，开始进入新一轮经济增长周期。令人遗憾的是，在学者们一片乐观情绪中，整体经济仍继续低迷滑落，直到2000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年才出现重大转机。

……

无数事实一次又一次地击碎了预言家们信誓旦旦的预言，经济学家们也开始学会对未来的预测更加谨慎，以免再次受到市场经济"无形大手"的嘲弄。

虽然不能说市场预测毫无意义，市场也并非完全不可测，但是对经济或市场的预测必定会充满风险与不确定性，因为市场实在是一个复杂多变的环境，经济也总是在诸多内外部环境因素的不断变化中波浪式前进。

投资大师比尔·米勒说："我们认为经济实在是太复杂了，以至于无法预测。靠与经济预测或市场预测保持一致，将永远不会增加你证券投资的价值。"

超级明星团队的惨败

曾经有一家美国长期资本管理公司，因其成员包括名牌大学教授、前联储官员、著名投资银行明星交易员甚至诺贝尔经济学奖获得者等学术界和证券市场最高端人才而闻名全球。然而，它最后被历史记住的，却不是理所当然的成功，而是惨烈的失败。

拥有众多超级明星的长期资本管理公司，最重要的一条投资策略叫做"比较价值投资"。他们利用经济学家、数学家和计算机程序员共同建立起来的一套复杂的计算机程序，来捕捉金融工具及其衍生品种价格之间的细微差别。然而，如此先进的计算机技术和强大的超级明星阵容，却是"机关算尽太聪明"，最终还是被市场给算计了。

1998 年 8 月底，长期资本管理公司的资本金由年初的 48 亿美元，亏到只剩 23 亿美元，至 9 月中旬时只剩下 6 亿美元了，而且还仅仅是账面上的。若被迫出售资产清偿债务，长期资本管理公司只有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

破产一条路可走。

最后的结果是出于稳定市场和各家商业银行、投资银行的利益考虑，由 14 家金融机构出资 36.5 亿美元拯救了濒临绝境的长期资本管理公司。然而，这一事件留给投资者和业内人士的思考，却是广泛而深远的，它进一步触动人们去认识证券市场的复杂性和不确定性。

认识市场的复杂性和不确定性

科学而精确的计算并不能为投资提供安全屏障，特别是当人性的贪婪和恐惧恶性发作的时候，科学的分析和精确的计算常常显得如此苍白无奈。

决定股票价格的主要因素来自企业经营基本面和投资者心理层面。对企业经营基本面的预测尚且存在很大风险和不确定性，对市场投资心理的变化则更是难以判断。

股票市场既不相信权威或专家，也不相信少数服从多数。众人跟风追逐的“市场热点”或“主流观点”，往往是一些危险而美丽的肥皂泡。盲从行为不是投资，而是赌博。迷信专家或权威，更会使投资者铸成大错。

面对股票市场的复杂性和不确定性的挑战，投资者唯一的法宝就是反应敏锐、灵活应对。你对市场理解得越透彻，对信息掌握得越全面，再加上正确的投资方法，你的投资制胜机会就越大。

二、中长线投资与短线投机

世界之最的投机市

从世界各国股市发展历程看，新兴股市往往都表现为大起大落的狂热投机市场特征。反映市场投机程度的一个重要指标是换手

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率，过高的换手率表明市场投机过度。我国股市上个世纪90年代换手率之高，堪称世界之最。如表2.1。

表2.1 世界几个主要证券市场年度换手率(%)比较表

年份	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
上海	—	341	787	519	760	535	355
深圳	265	324	692	310	950	662	411
台湾	161	252	366	228	243	407	314
香港	53	61	40	37	44	91	62
东京	20	26	25	27	27	33	34
纽约	47	53	53	59	52	66	70
韩国	133	187	174	105	91	146	207
伦敦	43	81	77	78	58	44	47
泰国	125	133	63	40	30	50	69
新加坡	19	84	28	18	14	56	64

注：资料来源：《中国证券期货统计年鉴2000》。

年度换手率 = 年成交金额 / 市场平均资本额

表示市场投机程度的另一个重要指标是平均持有期，它是换手率指标的倒数。从1996年沪、深两市760%和950%的换手率来看，股票平均持有期仅有一个多月；而从1998年的沪、深两市355%和411%的换手率来看，股票平均持有期大约是三个月左右。

对于一个多月或三个月左右的持股期限来说，股票价值、公司优劣及经营业绩等都变得无足轻重。只要有庄家、好故事、好题材或有好的图形，就会有人乐此不疲地买进卖出。

21世纪已经过去了十多年，而中国股市的投机性似乎并未随时间推移而有所变化。请看北大教授曹凤岐2010年5月29日在中国证券市场20年回顾与展望暨第四届中国上市公司市值管理高峰论坛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的发言。

中国资本市场还存在若干制度性问题，机构投资者偏小，换手率过高，可以说我们市值已经是世界第三了。但大家知道，我们还有一个第一，我们的换手率世界第一，现在我们换手率是一年8次，而美国0.97、日本1.4，韩国1.05，中国香港0.97，中国台湾1.27，这种情况下造成中国的证券市场股市很不稳定。应该说中国的资本市场、股市明显是典型的投机市场，而不是投资市场。

随着经验的积累和心态的成熟，投资者的投资理念逐渐归于理性是一种必然趋势。投资者愈趋于理性，形势就将愈不利于短线炒作的投机客。应该承认，短线炒作确实满足了一部分人快速致富的梦想，赌技高超或具备资金和信息优势的庄家，更是迅速集聚了大量钱财。然而，投机取巧毕竟不是长久之计，“赌运”亨通也不是人人都有的“幸运”，绝大多数模仿者最后都是赔了精力又折本，只落得东施效颦的下场。

短期波动难以看清

股价走势如同波浪起伏不定，愈是短线的波动，判断正确的机会愈小。也许证券市场和自然界海水的潮涨与潮落，存在某些相似的特征。

若要判断大海涨潮或退潮的确切时间以及能上涨的高度，本身是件很困难的事，但是经过对各种因素的分析和研究后，得出的预测还是会有一定的可靠性或参考价值，判断股市的长期趋势大致与此相当。然而，要看清涨潮或退潮中的逆向波动何时发生则更为困难，判断股市的中期趋势也是如此。再进一步，确切判定海潮中某一瞬间的一朵小浪花飘向何方及波动幅度，恐怕就超出了现代人类的智力水平，判断股市的短期趋势形同此理。

一些证券分析师竟然可以每日解惑答疑，预言明天走势会怎样、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下周会怎样，推荐短线黑马或建议卖掉某个形态走坏的股票，其实这在成熟市场是很荒唐的一件事。股价的短期波动，万能的上帝也未必能看清，凡人又岂能指点迷津？

美国证券市场曾经发生的一个真实事件，也许更有助于我们认识股票市场神秘莫测的本性特征。

1987 年 10 月 19 日，美国股市道·琼斯指数一日下跌 500 多点，跌幅高达 22.62%。一些证券分析师预先发现，道指 1980 年至 1987 年的走势，与 1922 年至 1929 年的走势惊人地相似（《华尔街日报》更是在下跌前将两个时期的走势图并列刊登出来），于是建议客户卖掉手中持股。

由于很多人担心会出现类似于 1929 年至 1932 年那样的跌幅达 90%的大熊市，因而迟迟不敢低位买进。但股市却和这些持续看空市场的人开了个天大的玩笑，一个多月后即步入一路攀升的行情，且随后的大牛市行情持续了十多年，道指从 1987 年 1600 多点的低点至 1999 年上涨到 1 万点以上的高位。

在那批顶部成功逃离的幸运儿中，最引人注目的是一位名叫嘉泽利的女分析师。早在 1987 年 8 月，她的预测报告即发出看空市场的警告，建议客户 9 月 1 日前完全撤出股市。到了 10 月 11 日，她几乎肯定崩盘迫在眉睫。两天后，她告诉《今日美国报》记者，道·琼斯指数即将下跌 500 点以上。其惊人的先见之明有如神助，10 月 19 日，道·琼斯指数一日下跌 500 多点，她的预言兑现了。嘉泽利因此而被誉为华尔街预言女杰，成为美国最耀眼的明星分析师。

然而，没有人会永远预知下一刻将要发生什么。10 月 19 日的崩跌之后，嘉泽利预测道·琼斯指数还要再下跌 200 至 400 点，并宣布在这之前不会再碰股市。然而，幸运之神这一次却无情地捉弄了她，错误的判断令她一再错过节节上升的大牛市行情，那些把钱放到她手里的客户大失所望。她在 1987 年以名望建立起的基金，业绩也是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一年不如一年，直到其最终从华尔街消失为止。

巴菲特对证券分析师并无好感，他曾说道："只有在华尔街，你才会看到有人开劳斯莱斯上班，却去听取搭地铁上班者的意见。"投资大师彼得·林奇也告诫投资大众："大师也无法预测未来。听信股市大法师预言的人必将抱憾终生。"

价值投资——中线长线皆是金

短线投资者的心态一般都比较浮躁，总想去把握股市的局部高点和低点，以高抛低吸来赚取差价。然而，即使没有昂贵的手续费，根据概率论和人类行为心理学原理，在这种赌性十足的投机中取得成功的也只能是极少数人，更何况手续费还会使成功者的人数降到更低。

从二十多年中国股市的历史来看，若不考虑上市公司基本面转好给投资者带来的资本收益，投资者作为一个整体在很多年都是亏损的。由于过于频繁的短线交易，上市公司给予投资者的回报，有时还远远不够抵消股票交易的费用。

例如，1994 年沪、深股市的流通股共为投资者产生了近 50 亿元的税后利润，但该年的总成交金额高达 8200 亿元，投资者共为之付出 120 亿元的手续费，收支相抵后投资者还要倒贴 70 亿元。

此外，信息不对称、超级金融机构和实力大户做庄的疯狂掠夺行为，以及上市公司违规操作、业绩造假及大股东侵吞资金等，更使广大中小投资者损失惨重。

所幸的是，2001 年监管部门开始重拳出击，加强市场规范管理，当前股市信息披露及监管与法制建设均较十多年前有了根本性改善。

作为价值投资者，如果你选择的是一个社会经济发展保持强势的国家或地区的市场，就完全可以踏踏实实地通过股票市场去享受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济高增长的果实。因为，价格围绕价值波动是一个基本的经济规律。

所以，只要你对价值做出了正确判断，当抓住股票价格大幅低于价值的机会，未来的价格向价值回归就是一个或早或晚会发生的大概率事件。被市场低估的价格与价值之间的差价，就是未来的合理收益空间。如果未来公司盈利能力提高而导致价值上升，收益空间就更大。

按这样的价值投资思路操作，只要你对价值判断没有大的偏差，获得价值回归的合理差价收益就有很大把握。所以，坚守价值投资理念，可以大幅降低风险并提高收益，因而中线长线皆是金。

另外，我们要选择一个经济长期持续快速增长的市场。在这样的市场，容易找到股票价值不断提升的上市公司。若在 1991 年初，沪市综指 127.60 点时投资 1 万元买入股票，并坚持持股至 2000 年，按当时沪市综指 2073.47 点计算，资本金已升值为约 16.2 万元。而迷恋于短线操作的普通中小散户，一百人中几个能有如此的业绩？

2002 年至 2012 年，10 年 A 股指数“上浮零”，按价值投资运作的 QFII 却赚得盆满钵满。截至 2012 年一季度末，QFII 账户合计投入 1213 亿元，累计盈利 1443 亿元，平均年回报率高达 11.9%（国内公募基金近十一年间为投资者创造的平均年回报率仅为 0.64%）。盲从市场的短线交易客，近十年来平均年回报率达到两位数的，一百人中能有几个？

当然，未来充满了不确定性，谁都没有绝对把握说自己投资的是一个经济长期保持强势的国家或地区的股市。但依据对整体经济长期趋势和目标企业进行全面深入细致地分析，发掘出符合三位一体投资条件（即管理优异、成长潜力大、价值被显著低估）的上市公司，理性的中长线价值投资者，胜算的机会无疑会大大高于那些玩追涨杀跌游戏的短线客。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、中看不中用的现代投资理论

β值的致命缺陷

现代投资理论对投资风险的界定，是由比尔·夏普(Bill Sharpe)在上个世纪60年代初提出的一个抽象数值——β值所决定。

β表示的是两种不同价格变动的相关程度：即总体股市的股价指数波动和个股的价格波动。从定义可知，β值所描述的仅仅是市场的价格波动性风险。其他领域暂且不论，仅就股票市场而言，β值的计算并不能真正帮助投资者控制风险。如果机械照搬理论，或许会使你铸成大错或失去真正的投资良机。

对投资者而言，风险大小应该是投资出现亏损的可能性大小。因此，股票投资风险的高低应取决于股价与其内在价值的偏离程度，而绝不仅仅由市场价格的波动性所决定。

但是按照β值理论，却有可能会出现违背常理的荒唐结论：当市场出现一轮下跌，大盘指数跌去30%时，若某种股票也跌去30%，则认为其风险和市场平均水平相同；而假若该种股票已跌去60%，市盈率也远低于市场平均水平，但β值理论却会告诉你：该种股票的风险是市场平均水平的2倍，不宜介入。

显然，β值理论对于投资风险的判断，忽略了股票投资风险的一个最重要方面，即公司的基本面或股票的内在价值。因此，β值理论在本质上偏离了投资的本质。

其实，真正的理性投资者历来对股价下跌持欢迎态度，因为股价下跌降低了投资风险。买入价愈低，风险亦即出现亏损的可能性愈小，而未来的盈利空间却会愈大。

当然，β值理论本身并没有错，其数理逻辑推理可能还是无懈可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

击的。问题的关键是，将其运用于股票市场，显然不合时宜。巴菲特曾尖锐地指出："从企业家和股票持有者的角度看，学术界对风险的定义实在有失水准，以至于近乎无稽之谈。"

鸡蛋和篮子

1959年，哈利·马可维兹一篇题为《证券选择》的文章让全世界的学者们为之忙活了近半个世纪。

根据这篇被誉为"开创现代金融先河"的文章中的理论，降低风险的有效办法是建立多元化投资组合，并强调选股的广泛多元化。他们认为，多元化投资降低了投资组合的价格波动，因而降低了风险。

其实，将鸡蛋分散放在几十个你不了解的"篮子"里，反不如放在少数几个你所了解的"篮子"里更可靠。因为放在你所了解的"篮子"里，一旦出现有利或不利的变化，你就知道该如何采取行动；而放到太多的"篮子"里，一旦遇到风吹草动，由于缺乏深入的了解和理解，你可能根本就不能确定哪个篮子会出什么问题，更别说采取措施挽救了。

即使多元化能够起到分散风险的作用，但它同时也丧失了集中宝贵资金投资优秀公司的机会。如果你只集中精力去关注少数几家精挑细选出的优秀公司，掌握其内在价值以及价值形成的基础，并对公司经营状况及其动向有正确的判断，那么一旦股价上升或下跌，你就知道该如何操作。你对公司了解得愈多，对影响其价值变动的有关重要因素理解得愈透彻，控制风险的能力就会愈强。

对于多元化投资，巴菲特的评价相当精辟："多元化只能起到保护无知的作用，对于那些不会做公司分析的人来说，这也许是一种完美无缺的战略。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“幸运”的大猩猩

芝加哥大学的尤金尼·法码在1963年发表的一篇名为《股价行为学》的论文，开创了一个几十年来令投资理论界津津乐道的研究领域——有效市场理论。

法码的理论简单而明确：股票市场过于有效，因而股价不可预测。他认为，在一个有效市场里，任何信息的出现都会使许多聪明人采取行动，并导致股价快速升跌。人们还来不及获利，价格就已经变化了。这意味着，在有效市场里，基本面分析、技术分析等一切对未来的预测都是徒劳无功的。

按照法码的观点，在股市这样一个有效市场里，任何人的成功都是出于幸运或偶然，完全是一种随机的概率选择。

然而，如果我们能在股市中找到一些持续采取某种投资策略的投资者，他们取胜的原因确实是依靠理念的优势和方法的正确，而远非幸运二字可以解释的话，那么也就说明现实市场并不是“法码们”说得那么有效了。

巴菲特在其母校哥伦比亚大学的一次演讲中，曾经用一个诙谐生动的故事，无情地嘲讽了有效市场理论的所谓“幸运说”，也许人们能从中了解到有效市场理论是多么脆弱。

巴菲特虚拟了一个全美2.25亿人参加的抛硬币比赛：每人有一美元硬币，猜错者输去赌资，并被淘汰出局。十轮比赛后，大约有22万幸运儿产生，每人的资金变为约1000($2^{10}=1024$)美元。出于人之天性，一些赢家可能开始吹嘘自己的技艺了。再经过十轮比赛，大约仅剩下215位连续二十次获胜的赢家，这些人现在都成了百万(1024×1024)富翁。富翁们飘飘欲仙，开始向投资大众传授秘笈了。此时，“从一美元到一百万”、“抛硬币秘笈”、“高手过招”、“抛硬币——就这几招”等一类的书籍，开始大量推介给普通投资大众。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

讲到这里，听众中也许会有人尖刻而粗鲁地指出：这没什么了不起，不过是运气好而已。如果让2.25亿只大猩猩参加比赛，结果也是如此——也一定会有215只大猩猩连续赢得二十轮比赛并成为百万富翁。

巴菲特说："应该承认，从统计学的角度，大猩猩靠运气的确也可以产生同样的结果。"然而，若2.25亿只大猩猩的分布情况也大致和美国人口的分布相同，而你又发现215只成为百万富翁的明星大猩猩中，有40只是来自于同一家动物园，这其中难道没有什么蹊跷吗？你就不想问一问，这家动物园的管理员给这40只智力超常的大猩猩吃了些什么吗？

这"40只智力超常的大猩猩"一说，可不仅仅是巴菲特为博听众一笑。美国有统计显示，全美最成功的200多位杰出投资者中，有40多位是巴菲特的导师——本·格雷厄姆的弟子。巴菲特亲切地将他们称之为"格雷厄姆——多德都市村庄"培养出来的"抛硬币"赢家。

"格雷厄姆——多德都市村庄"里众多成功的投资者，尽管"抛硬币"的具体手法并不相同：他们选择不同的股票，也从不对投资做具体的交流，甚至相互之间也并无联系。然而，他们都遵循同一条投资方略——充分利用股票市价与其客观内在价值的差异，利用市场的误判而理性投资。这就是他们在众多投资者中脱颖而出的"秘笈"。如果一定要和"幸运"扯上关系，也许就是他们"幸运"地接受了格雷厄姆关于价值投资的教诲。

今天，理论界发明出强式、半强式、弱有效等，力图去完善有效市场理论。现代投资理论的框架至今仍束缚着很多人，完美而严谨的数学公式和诺贝尔奖得主的耀眼光环，赢得了全世界学者们的顶礼膜拜。

对此，巴菲特毫不客气地批评说："最近三十年来，如果说学术界有任何作为的话，那就是完全背离了价值投资的教诲，而且可能继续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越走越远。”

令人百思不得其解的是：为什么远离投资本质的现代投资理论仍然拥有愈来愈多的忠实信徒？半个多世纪以来，金融领域的研究者和投资家们，游戏于五花八门、层出不穷的投资方法和价格预测模型之中。而就在“高智商”的人们耗费大量精力于各种稀奇古怪的投资模型时，巴菲特却已悄悄地积聚了几百亿美元的巨额财富，信奉价值投资而成功的投资者也与日俱增，以至于价值投资已渐渐成为全球各地股市最重要的投资方法。

当你为高深而权威的现代投资理论专家们的喋喋不休而倍感苦恼时，请记住本·格雷厄姆对其弟子的忠告：“你的对错并不能由多少人反对你来决定。你之所以对，是因为你的数据和逻辑推理是正确的。”

四、正确理解证券市场

牛顿模式的困惑

传统经济学家马歇尔（Alfred Marshall）在一百多年前提出，市场是有效的、机械的和理性的，这一源于牛顿物理学原理的经济学理论，至今仍然主导着很多人的思想。哥伦比亚大学商学院麦克尔·莫布森教授解释道，马歇尔的经济观点，“源于经济理论与牛顿物理学原理相类似的观点，经济学中也有因果关系，这种关系预示着经济的可预测性”。

无疑，牛顿的发现模式具有强大的魅力。几个世纪以来，牛顿的机械模式影响了一代又一代不同学科、不同领域学者的思维方式，尤其是很多理工科背景出身的人在研究市场经济时，仍往往习惯于寻找某个固定的模型以寻求精确解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，令当今科学家们感到困惑的是，实际社会经济生活往往不能从牛顿的机械模式中得到解释。在市场经济、证券市场和很多其他社会科学领域，牛顿模式的思维方式并不能揭示事物的本质特征。完美的数学模型在研究“复杂适应性系统”时，往往效果极为有限。

现代科技的高速发展以及社会经济生活的丰富多彩，如果都用牛顿的机械模式来描述，显然太过僵硬和苍白。

证券市场是一个复杂系统

美国圣菲研究院(Santa Fe Institute)是1984年组建的一个多学科研究机构，许多著名的物理学家、生物学家、免疫学家、心理学家、数学家和经济学家在这里超越学科界限交流信息，以帮助彼此重新建立正确认识世界的方法。

根据圣菲研究院的研究结果，宇宙世界中所有的研究对象可以分为三类。

① 简单系统：是指受万有引力吸引的物质或钟摆的运动，它简单得仅包括有限的若干种运动成分。

② 无序性系统：是指一个分子运动混乱或行为持续无序的系统。例如，一个很小容器内的高温气体，其中数以百万计的分子杂乱无章地向各个方向弹来撞去，即布朗运动。科学家们将这种系统描述为分子的无序性，但不是复杂性。

③ 复杂系统：是指包含多种彼此相互作用的因素的系统。例如，大脑、胚胎发育、免疫系统、中枢神经系统、生态环境、社会结构、政治体系、经济系统、证券市场等，都是复杂系统的范例。介于混沌的无序性和僵硬的机械规律之间的股票市场也属于复杂系统。

显然，对于简单系统，可以通过数学模型进行定量分析以寻求精确解；对于无序性系统，任何模型和方法研究其运动规律都是徒劳的，因为没有规律或方向性就是其特征；对于复杂系统，其介于混沌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的无序性和僵硬的机械规律之间，具有方向或一定规律，但却很难用单一方法去界定或寻找其变动规律。

爱尔·法罗问题

爱尔·法罗是靠近圣菲研究院的一个酒吧，每周四晚播放爱尔兰音乐。斯坦福经济学家布瑞恩·阿瑟是圣菲研究院花旗集团赞助的经济学研究项目的教授，他特别喜欢去爱尔·法罗酒吧去听他喜欢的爱尔兰音乐。然而，一件烦心事经常困扰阿瑟：酒吧里经常充斥着一些粗鲁的酒鬼，遇到这些人则令人极为扫兴。

每周四去不去酒吧消遣？这一烦恼最终导致他形成了一个数学理论——“爱尔·法罗问题”。阿瑟说：“它具有所有复杂适应性系统的特征。”

假定有 100 个人喜欢去爱尔·法罗酒吧消遣，但若酒吧过于拥挤，则谁都不会去。假设酒吧每星期公布它周四的上座率。例如，过去十周上座人数分别为：15，18，83，66，45，76，67，56，88，37。音乐爱好者们可以根据这些过去的数据来估计下周四去酒吧的人数。

假定：100 人中的每个人，都认为去的人不超过 60 人才去，各自独立决策。

阿瑟将这一预测过程解释为预测者“生态”——每次总有一部分人猜对，一部分人猜错。总有一部分预测者“活着”，另一部分预测者处于“死亡”状态。

爱尔·法罗问题是否适合于解释当今的很多社会经济现象呢？1989 年起，美林证券持续对一组机构投资者进行民意测验，调查影响他们投资选股的要素模式。将美林公司 1989～1997 年调查的前几种模式单独列出来（见表 2.2），可以从中看到爱尔·法罗问题的启示作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.2 美林公司对机构投资者的调查(1989～1997)

要素	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	1989
每股收益惊喜	1	1	1	1	1	2	3	1	1
股本收益	2	4	4	4		1	4		
收益回顾	3	2	2	2	2				
价格与现金流量比	4	5	3	3	4	5		3	4
每股收益动力		3			3	4	2	2	2
红利折现模式					5				5
价格与账面值比						3		4	3

注：1——最受欢迎的模式；2——次受欢迎的模式；3——第三受欢迎的模式；4——第四受欢迎的模式；5——第五受欢迎的模式。

美林公司的调查是阿瑟关于预测者生态理论的一个范例。可以看到，随着时间的推移，有些模式是如何“死亡”的，有些模式又是如何“复苏”的。

布瑞恩·阿瑟的爱尔·法罗酒吧的比喻，是对证券市场所发生的事情的真实写照。

阿瑟与圣菲研究院的另一位研究员约翰·荷兰(John Holland)密切合作，已经建立起一个人工的股市。阿瑟解释说：“这些计算机里的小人儿通过不断学习最佳战略已变得很聪明。随着学习体验的增加，他们不断变换战略，从而也改变了市场的性质。”

到目前为止，人类还没有找到解决爱尔·法罗问题的数学模型，也许根本就不存在此类数学公式或量化模型。

古哲学家霍拉克里特曾经观察到：“踏入同片水域者，其人同、河同而水流不同也。”因而得出结论：“世界总是处于一种流动状态。”柏拉图对此言的解释是：“一个人永远不可能两次踏入同一条河。”

社会环境、经济环境、股票市场等许多复杂系统都是一条条时刻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

处在流动状态的“河流”，构成这些“河流”的诸多因素——生态环境，随着时光的流转在不停地变化着。

理解这一点，你就能更深刻地理解为什么“历史会重演，甚至有时候会惊人地相似，但历史却绝不会简单地重复”。

如果将股票市场视为一条河流，那么，随着社会政治背景、经济环境、科技水平、投资者构成及市场心理预期的变化，这条河流的生态环境也总是处于不断变动之中的。这也正是为什么一段时期行之有效的方法或技巧，在另一段时期效果并不显著，甚至完全失去了效力，原因就是这条河流的生态环境出现了显著变化。

成功不可被“复制”

证券市场是一个复杂的适应性系统，在波浪式前进的上升与下跌中，自有其内在规律。在这样一个复杂系统中，预测并不占有什么突出的地位。

科学家牛顿在南海泡沫投资中亏损两万英镑后，曾经悲叹：“我能计算天体的运行，但却无法计算人类的愚蠢。”这正说明复杂性系统自身的特征告诉人们：市场是不断变化的，它顽固地拒绝被预测。

投资成败的关键，在于树立正确的投资理念，并根据环境因素的变化适时创新和灵活应用。跨学科综合分析能力的培养，将使我们的视野更为开阔，这对灵活应对市场和提高创新能力是极为有益的。

我们需要继承前人宝贵的知识财富，但更需要有所创新、有所超越。本·格雷厄姆、巴菲特、彼得·林奇等众多投资大师们，都无一例外地继承和超越了前人的知识财富。从对巴菲特投资理念的研究中不难发现，他从导师格雷厄姆那里学到了投资的一些最基本、最重要的理念，但他也大大超越了格雷厄姆对投资的严格教诲，并接受了另一位大师菲利普·费雪完全不同的价值投资方法。

例如，格雷厄姆最关注的是廉价的股票和持股的广泛多元化，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受到著名投资大师菲利普·费雪的启发，巴菲特更注重选择经营良好、价格合理的好公司，并采取集中投资的策略。

巴菲特放弃其导师某些教诲的决心，来自于早期一些投资失败的教训。他曾借用凯恩斯的话来解释自己当时的困境："困难并不在于产生新观念，而在于背离老观念。"——牛顿惯性定律的影响。

成功是不能被"复制"的，因为"生态环境"变了，过去的成功模式在今天可能根本就行不通了。股王巴菲特在艰难地"背离老观念"之后取得了非凡的成绩。同样，如果你想获得好结果，也就不能机械地照搬巴菲特或者彼得·林奇的投资策略。因为我们是置身于21世纪中国股市这条河流，时空都有巨大的差异，而且这里的"生态环境"是巴菲特和林奇们所不熟悉的。

只有创新和超越，才能使你成长为今天的巨人。换一种思维方式，换一个角度看世界，你会抓住更多的投资机会。

建立新的思维模式

20世纪的巴菲特时代，传统产业在世界经济中占据主导地位，巴菲特的投资对象也一直都集中在美国捷运、ABC(美国广播公司)、可口可乐、迪斯尼、吉列和《华盛顿邮报》等传统行业的上市公司。在他的投资生涯中，巴菲特始终顽固地抗拒高科技公司的股票，甚至像微软或惠普这样世界闻名的大公司也不能令他动摇。

从股王本人一些公开的言论中，我们不难找到他如此抗拒高科技的理由。那就是，他不是不想投资高科技，而是因为不懂高科技，为了坚持"只投资自己了解的企业"的原则，他宁愿选择放弃。

在那个科技与创新并未占据突出位置的时代，抗拒高科技的巴菲特仍然从传统产业中获得了巨大成功。

然而，随着时间的推移，当今社会经济的大背景已经发生转变，新经济正愈来愈广泛而深刻地改变着当今世界。因此，我们的思维

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模式也必须随之转变，谁能更快适应时代潮流，谁就更有可能取得成功。

对于投资者来说，如果不能把握好科技和商业潮流的脉搏，很多极好的投资机会就会与你擦肩而过。科技在经济发展中越来越突出的地位，要求投资者必须超越前人的思维框架和局限，建立新的投资思维模式，从更加科学、更加全面、更加客观的角度看待投资。

五、学会理性投资

认识市场的非理性

当你准备进入证券市场时，首先要问问自己是要投资还是要投机？你应该认真地审视一下自己的行为是否理性。要知道，证券市场中最大的敌人，不是财大气粗的庄家，也不是弄虚作假的上市公司，而是投资者自身的非理性。盲从市场、急于求成、贪婪与恐惧心理，是投资失败的根源。投资者在贪婪与恐惧的矛盾心理交替作用下追涨杀跌，股价也随之在狂热的上涨和疯狂的下跌中来回振荡，就像白天和黑夜一样循环交替。

正如著名经济学家、一流投资者凯恩斯所说："生命并不长久，人性要求得到迅速的结果，而快速致富的要求极为强烈。一般人都会对远期的收益大打折扣。"纵观各国股票市场的表现，一直都在不断为凯恩斯的这一观点提供证据。当市场贪婪的一面不断被强化时，往往是最危险的时候；而当市场的恐惧不断升级时，最有利的投资机会也正悄悄来临。

人们之所以无法充分享受到股票投资所带来的高收益，正是因为市场价格的不可预见性让人望而却步，或是因为追求快速的成功而不能耐心等待最佳时机，而放弃了中长线增值机会。其结果却往

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

往是牛市里“捡了芝麻，丢了西瓜”，熊市中亏损大幅超过市场的跌幅。

本·格雷厄姆告诫弟子：“投机者的心理强烈地妨碍着他的成功。因为从因果关系看，他在价格最高时最乐观，而在价格降到谷底时最沮丧。”

学会基本的分析方法

相对于盲从市场或以猜测市场心理变化而博取短线差价收益的投资者而言，基于中长线并利用价格与价值的背离而运作的价值投资者，其情绪和心态受市场波动的干扰要小得多。因为中长线价值投资者不会去担心下一个交易日、交易周甚至未来几个月的涨跌，他只需关注上市公司基本面的特质有无重大变化。只要基本面没有变坏，他就不会因为市场暂时的价格下跌而动摇信心。

投资应该是理性的，如果你不能正确理解你所做的事情，就很难做出正确的判断和选择。投资要求的是物有所值，要有合理的回报率。因此，基于中长线运作的价值投资者，有必要掌握一些基本的价值分析方法和判断依据，以对自己的投资心中有数。

如果你能通过基本面分析，正确地判断出某只股票的内在价值，并能以远低于其内在价值的价格买入，那么你就会对股价的进一步下跌持欢迎态度，因为价格的下跌意味着进一步投资的机会来临。价格决定收益率，更低价格意味着未来更高的收益率。而如果你没有价值概念或已经以高于价值的价格买入，自然会对股价的下跌惊慌失措。

对于那些受精力或能力所限，对上述问题缺乏判断力的普通投资大众，建议购买指数型基金长线持有，使收益跟随市场一起成长。而对职业投资者或有精力和时间自己做决策的投资者，就应该学会基本的分析方法，并不断提升自己的投资理念和判断能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从价值投资的角度，股票投资与实业投资及企业经营，理念上是一致或相通的。企业的投资项目选择、生产经营管理及市场策略等，都是追求实现企业的长期利益最大化。而投资者要做的事更简单，就是要有眼光和判断能力将具有实现长期利益最大化潜力的公司挑选出来，通过对公司基本面情况做出全面、深入、细致的分析之后，在心中确定这只股票的内在价值，当其价格显著低于价值时，果断买进并中长线持有。然后真正将自己视为企业的所有者，耐心等待企业用优秀的业绩来回报自己对它的青睐。

价值投资是一门大众艺术

价值投资的理念和方法并非高深莫测，学识渊博但思维僵化的专家或教授，和具备基本的经济常识而思维敏捷、善于抓住事物本质的普通人相比，前者并不具备什么优势。巴菲特就曾经说过，他所做的事情，一个高中毕业生完全可以做。另一位大师彼得·林奇甚至说道："历史学和哲学比统计学更有用，股市是投资艺术而不是科学，你在股市上所需要的数学知识在小学四年级就学到了。"

在科技占主导地位及社会经济快速发展的今天，价值投资需要一定的经济常识和科技知识，但学习和掌握这些相关知识并不难。

美国曾经有一个"老太太俱乐部"，成员凭借基本的生活经验选择股票，而其业绩却令华尔街的职业投资者汗颜。有位叫安娜的老太太，其连续 41 年 22.5%的复利增长率，更是令绝大多数华尔街专业人士望尘莫及。而由包括两位诺贝尔经济学奖得主在内的最强明星阵容组成的美国长期资本管理公司，却因为屡屡投资失误，最后被市场"算计"得血本无归。

所以说，不能因为你有高深的金融知识就自诩为专家，若不能正确认识自我、正确看待投资，一样会被市场捉弄而成为输家。也不必为你的学识有限而自卑，很多并无高深知识的普通人，通过勤奋和努

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力，同样可以树立正确的投资观念，学会并掌握基本的投资方法，从而取得让专家们汗颜的骄人业绩。

价值投资是一门艺术，一门人人都可以学会的大众艺术，它依据基本的生活经验和经济常识去选择企业。投资的回报也是极为丰厚的，值得你为之终生学习与实践，坚持不懈地探索、追求与提升。当你深刻地理解了市场，掌握了正确的投资理念与方法，你就能够长期持续地战胜市场。

肯尼思说："为了储蓄，你工作有多辛苦？如果你花费很多精力去挣钱，那么不妨用一半的精力去掌握如何投资。因为最终挣大钱的方法不是工作，而是用你的钱去赚钱。"

投资是综合智力的较量

我们正生活在一个发生巨变的时代，变化的速度和节奏愈来愈快。对于以能否正确判断未来而决定胜负的投资游戏而言，及时把握好市场的发展趋向尤显重要。谁能及时把握好股市的趋向、行业的兴衰和企业的发展前景，谁就能成为投资游戏的赢家。

曾经有人问彼得·林奇是依靠什么投资技术创造了如此辉煌的业绩，他回答说："我想关键是灵活性。人们有时对自己关心的东西显得视线太狭窄，而我则关注一切。"林奇所说的灵活性应该是指在坚持价值投资基本理念的前提下，摆脱所谓的数据事实和预测模型的束缚，以发展的眼光看待股市，看待投资。

然而，现实中很多人在做研究工作时，往往仅依据一些数据和事实的简单堆积，而对问题的实质缺乏有穿透力的眼光和本质性的把握，因而常常被现实世界的变幻莫测所嘲弄。试想一下，若仅依据数据和事实的简单堆积，当年的"土八路"岂敢与美式装备的八百万"国军"较量，更谈不上什么抗美援朝——与诸多项综合国力数据超过当年中国数百倍、数千倍的"山姆大叔"一决高低了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资也是如此，若你仅靠几个简单的数据，而缺乏对影响股价波动的各种因素的深层次研究与思考，很多机会就会与你擦肩而过，真正的中长线大牛股也很难与你有缘。甚至出现更为严重的情况，你还可能会犯美国长期资本管理公司那样的错误。

对股市理解较深的人，会认识到股市根本不存在什么固定的成功模式，尽管人们都一直在苦苦寻找某种固定成功模式的“指南针”，然而就像试图发明“永动机”一样，最终都将是徒劳的，结果反而为其所害。

世界处于快速变动之中，受到诸多环境因素影响的股市自然也不能例外。相应的，我们的投资理念与方法也应不断创新与改进，以适应环境的变化。我想，彼得·林奇所强调的“灵活性”应该也有这层含义。

然而，理念的提升和方法的改进却并非易事，这需要有丰富的投资经验和智慧，更需要有广博的阅历。不管是直接的或间接的，不论是亲身经历还是从书本上、别人的经历或经验中所学到的知识和感受，都是投资者吸收养分的源泉。

知识愈丰富，对问题的理解愈深入，就愈容易找到正确的方向和目标。例如，不懂统计学中的概率论原理，你或许不能理解集中投资的奥妙；不懂心理学中的行为学模式，你恐怕难以理解股市的狂热投机与大起大落；不了解股市是个复杂系统，你可能就会一直徒劳地专注于寻找某种机械的成功模式或方法。

只有具备了丰富的阅历和知识，才可以做到高瞻远瞩，在变幻莫测的股市惊涛骇浪中驾驭自如。

中国证券市场二十多年来的沧桑证明，我们与国外其他市场的基本特征是一致的：人性共同的恐惧和贪婪、跟风与盲从；幼稚期市场的狂热投机与大起大落；牛市与熊市的交替与波浪式前进，等等。我们应尽力去抓住一些基本的、本质性的东西，而不要为一些局部问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题或暂时的表面现象所迷惑。

坚守一些最基本的投资理念，如风险观念、价值观念、中长线投资观念等，并面对环境因素的变化而灵活地加以运用。投资的魅力在于能不断迎接挑战并证明自己，每一次投资决策都是一场战斗，从成功中分享果实，从挫折和失败中反思教训，在不断地思考、总结中调整和提高。

当你按照正确的投资理念和方法，坚持不懈地用心投入和付出之后，会发现成功率的不断提升，战胜市场会渐渐变得不再困难。也许有一天，你会发现自己的业绩居然能大幅超越那些拥有诸多高端人才的基金和机构。

本章要点汇总

◎ 决定股票价格的主要因素来自企业经营基本面和投资者的心理层面。对企业经营基本面的预测尚且存在很大的风险和不确定性，对市场投资心理的变化则更是难以判断。

◎ 彼得·林奇告诫投资大众："大师也无法预测未来。听信股市大法师预言的人必将抱憾终生。"

◎ 只要你对价值做出了正确判断，当抓住股票价格大幅低于价值的机会，未来的价格向价值回归就是一个或早或晚会发生的大概率事件。被市场低估的价格与价值之间的差价，就是未来的合理收益空间。如果未来公司盈利能力提高而导致价值上升，收益空间就更大。

◎ 我们要选择一个经济长期持续快速增长的市场。在这样的市场上，容易找到股票价值不断提升的上市公司。

◎ 将鸡蛋分散放在几十个你不了解的"篮子"里，反不如放在少数几个你所了解的"篮子"里更可靠。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◎ 如果你只集中精力去关注少数几家精挑细选出的优秀公司，掌握其内在价值以及价值形成的基础，并对公司经营状况及其动向有正确的判断，那么一旦股价上升或下跌，你就知道该如何操作。

◎ 股票市场中最大的敌人，不是财大气粗的庄家，也不是弄虚作假的公司，而正是投资者自身的非理性。盲从市场、急于求成、贪婪与恐惧心理，是投资失败的根源。

◎ 对股市理解较深的人，会认识到股市根本不存在什么固定的成功模式，尽管人们都一直在苦苦寻找某种固定成功模式的“指南针”。就像试图发明“永动机”一样，最终都将是徒劳的，结果反而为其所害。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　股票投资的收益与风险揭示

一、复利的神奇力量

棋盘上的麦粒

传说古印度有位国王喜欢下棋，经常邀大臣陪练。国王棋艺不错，加之大臣们都惧怕国王，因此，国王从未遇到对手，只赢不输。国王觉得总跟手下败将下棋没意思，就下令：谁能赢他，他可以满足这个人提出的一个愿望。一位从未跟国王下过棋的大臣走上前来，要求与国王下棋。国王没把这位大臣放在眼里，然而聪明的大臣却赢了。

国王很大度地说："提出你的要求吧，我会信守诺言，满足你的要求。"大臣说："我只想要一些麦粒，能把棋盘放满。这个棋盘共有 64 个方格，陛下，请在第一个格子里放 1 颗麦粒，第二个格子里放 2 颗，第三个格子里放 4 颗，第四个格子里放 8 颗……依此类推，把 64 个格子都放满。" 显然，到最后一格时，国王可就要放上 2^{63} 粒米了。

国王不假思索地说："如此小小要求，我立刻就满足你。" 于是命令粮食大臣按其要求算好麦粒的数目。粮食大臣计算后，走到国王面前悄声说："陛下，按他的要求，全国粮食加起来也不够啊！您看，1＋2＋4＋8＋16＋32……＝18446744073709551615 粒，1 立方米的麦粒大约是 1500 万颗，一共要给他 12 000 万亿立方米的麦粒。"国王一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

听可傻了眼，不知如何是好。

“陛下，不必烦恼，我们可以打开粮库，让他自己去数好了，即使每秒钟数三粒，每天数12个小时，那么一年还数不到三万立方米，所以要数完他要的麦粒，共需要四千多亿年呢。”粮食大臣对国王说：“陛下，我想他并非真的要得到这么多的麦粒，他只是想看看还有谁比他更聪明吧。”国王听了十分高兴，因为他有两位既聪明又忠实的大臣。

其实，这个古老故事更有意义的是揭示了复利的神奇力量——2的63倍不过是126，而2的63次方却是一个天文数字，粗略计算，大约为 9.22×10^{18}。别说当时的国王要为难，就是把现在全世界的粮食都拿出来，也远远不能满足那位大臣“小小的”要求。

单利与复利

我国目前的储蓄存款和债券，都是以单利计算，到期本利和为：

$$F = P\times(1+r\times n) \tag{3.1}$$

其中：F 为到期本利和；P 为本金；r 为年利率；n 为年数。

而若以复利计息，则到期本利和为：

$$F = P\times(1+r)^n \tag{3.2}$$

上面那个传说中的故事，相当于本金 P 为1粒米，利率 r 为100%，n 为0至63。

单利计算，最后一格应放：$F=1\times(1+1\times63)=64$（粒米）

复利计算，最后一格应放：$F=1\times(1+1)^{63}=2^{63}$（粒米）

股市中有一条众所周知的真理：经营业绩能长期保持较高增长率的上市公司，即所谓的成长股，是中长线投资者的首选目标。实际上，成长股的魅力正是来自于“复利的魔术”。

华尔街是美国纽约曼哈顿岛上的一条金融街，在一个街口竖着一块大理石碑，上面刻着一个公式：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

24 美元×370 年＝300 亿美元

这个公式来自于展示“复利”神奇力量的一个古典案例：1626 年，荷兰人彼得·米纽伊特仅用价值 24 美元的珠子和小饰物，就从土著印第安人手里买下了 22 平方英里的整个曼哈顿岛（当时 60 荷兰盾折合 24 美元）。300 多年后，仅华尔街的地价就达 300 亿美元。

当时的荷兰有一种永久性政府债券，年利息为 8%。永久性债券的含义是，债券没有到期之日——本金永不偿还，将无限期支付 8% 的利息。据说这些债券有一些至今还在流通。

如果印第安人足够聪明，可以把价值 24 美元的珠子和小饰物换成同等价值的荷兰政府永久性债券，若按年利息 8%计算，到 371 年后的 1997 年，这 24 美元的价值将达 60 余万亿美元，即：

$$24\times(1+0.08)^{371}=60\ 314\ 888\ 230\ 718.38\quad（美元）$$

也就是说，如果印第安人可以持续 371 年使 24 美元按年利息 8%增值，只要拿出本利和 60 余万亿美元的两千分之一，就可以买回整个华尔街土地，重新购回整个曼哈顿岛都绰绰有余。

用另一种算法，只要印第安人当时购买 60 荷兰盾的荷兰东印度公司股票，至 1632 年，每年能收到约 18%的红利。此后直到 1799 年公司解散，每年也能收到 12.5%的固定收益。到 1799 年，投资收益将达到 58 360 100 100 美元，此后，每年的投资收益只要在 4%以上，则总投资收益将比购买荷兰政府的永久性债券的收益还要高。

复利的神奇之处在于，它能让正收益呈几何级数增长，如果持续足够长的时间，累计的结果将异常惊人。这也正是投资大师们极力倡导中长线价值投资的重要出发点之一。当今中国的上市公司业绩增长，很多都能大幅超越上述 4%、8%或 12.5%。选股的关键是，要有眼光找到持续快速奔跑的千里马，或者当目标企业增长减速时及时换上跑得更快的好马。

微软从刚上市的 5 亿美元市值到如今的 2000 多亿美元，二十多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年增值 400 多倍，靠的就是持续 20%以上的业绩增长。

更为经典的是 IBM 公司。如果有人在 1914 年以 2700 美元买了 100 股 IBM 股票，并一直持有到 1977 年，那么这 100 股将增至 72 798 股，市价总值增至 2000 万美元以上，63 年间投资增值了 7407 倍。

按复利计算，IBM 公司 63 年间的年均增长率仅为 15.2%。这个看上去不足为奇的增长率，由于保持了长达 63 年之久，最终为超长线价值投资者带来了令人难以置信的财富增长。

而同样是这 2700 美元，假定以 15.2%的年利率存入银行 63 年，由于银行的利率都是以单利计算，其 63 年后的本利和仅为 28 555.2 美元，与复利计算的差距高达 700 多倍。

中国证券市场的投资者，没有几个人能看得起 15.2%的年收益率，但也没有几个人能长期保持这么高的收益率。追涨杀跌的频繁短线操作，无异于赌博，而大多数人最终的结果却是一场空，甚至不如把钱存在银行里吃利息来得划算。

普通投资大众要想分享中国经济持续高增长的果实，让复利发挥实际功效，首先必须要调整心态，放弃所谓的快速暴富的念头，然后就是要选择到持续高成长的优异上市公司，并要有足够的耐心伴随其成长，市场早晚会以股票价格上涨的方式为其成功喝彩，并会以高得惊人的投资收益回报奖励你独特的眼光、忠诚和耐心。

银行存款难增值

假定 1 万元本金的投资，按年利率 10%计息，单利和复利有显著的差距。且时间越长，差距越是巨大。

表 3.1 中列出了以 10%的年回报率投资 10 000 元，在 50 年里的资本增值程度。可以看出，进行单利增长类型的投资，资本在 50 年后增值仅 5 倍；而进行复利增长类型的投资，资本在同样的时间里将增值 116 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3.1 投资 10 000 元的财富指数(假定年回报率 10%)

时间	单利计算(元)	复利计算(元)
0 年	10 000	10 000
5 年	15 000	16 105
10 年	20 000	25 937
15 年	25 000	41 772
20 年	30 000	67 275
25 年	35 000	108 347
30 年	40 000	174 494
35 年	45 000	281 024
40 年	50 000	452 592
45 年	55 000	728 904
50 年	60 000	1 173 908

到目前为止，我国还没有长达 50 年期的国债或储蓄，而且以目前储蓄存款利率水平看，即使按单利计算，也没有哪家银行或政府机构会以 10%的年利率发行债券或开办储蓄。也就是说，10 000 元存在银行里，50 年后还会远远低于表 3.1 中的 60 000 元。股票市场呢？至少，历史上有过这样一个连续保持半个多世纪以两位数增长的股票市场。下一节的数据表明，美股从 1925 年至 1995 年，小公司股票持续 70 年保持 12.51%的平均年复利增长，大公司股票持续 70 年保持 10.54%的平均年复利增长。请注意，是复利增长。

我国银行的存款利息一向是以单利计算，而且随着宏观经济发展的需要，我国目前已经进入低利率时代，这使得人们依赖储蓄保值增值的愿望越来越难以实现。另一方面，通货膨胀随时有可能如猛虎般扑来，将你存在银行的多年辛苦积累无情吞噬。

储蓄在高通胀面前，往往显得那么无可奈何。在 1986 年至 1995 年的十年间，扣除通货膨胀的影响后，我国一年期储蓄存款竟有 6 年出现了负利率。其中，通货膨胀最为严重的 1988 年，负利率竟高达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11.3%，也就是说你存在银行的100元，一年后连本带利也只能买到一年前88.7元的东西。

中国人历来有俭朴之美德，辛辛苦苦赚来的血汗钱总是舍不得花，一点一滴积攒起来存进银行，到头来却往往被高通胀所吞噬。

表3.2 历年通货膨胀率一览表

年 份	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
通货膨胀率(%)	4.9	3.3	−0.7	5.9	4.8	1.5	1.8	3.9	1.2	−0.8
年 份	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992
通货膨胀率(%)	0.7	0.4	−1.4	−0.8	2.8	8.3	17.1	24.1	14.7	6.4
年 份	1991	1990	1989	1988	1987	1986	1985	1984		
通货膨胀率(%)	3.4	3.1	18.0	18.8	7.3	6.5	9.3	2.8		

从表3.2和表3.3可见，2007年至2011年的五年间，由于过高的通货膨胀率，银行一年期存款其中有四年是负增长，只有2009年的利率使银行存款是增值的。而如果不是2008年全球金融危机对我国经济的重大影响，估计2009年的一年定期存款也难逃负利率的厄运。可见，经过1997年至2006年的连续十年低通货膨胀率后，近几年通货膨胀有上升趋势。

另外一个显著特征是，十多年来，银行存款总体持续保持一个很低的利率水平，有力地支持了实体经济的成长，大多数行业和企业十多年来业绩增长突飞猛进。从国民经济基础行业银行业来看，很多上市银行盈利能力十多年来都增长了几十倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3.3 一年定期存款基准利率调整一览表

时间	调整前(%)	调整后(%)	时间	调整前(%)	调整后(%)
2012.07.06	3.25	3.00	1999.06.10	3.78	2.25
2012.06.08	3.50	3.25	1998.12.07	4.77	3.78
2011.07.07	3.25	3.50	1998.07.01	5.22	4.77
2011.04.06	3.00	3.25	1998.03.25	5.67	5.22
2011.02.09	2.75	3.00	1997.10.23	7.47	5.67
2010.12.26	2.50	2.75	1996.08.23	9.18	7.47
2010.10.20	2.25	2.50	1996.05.01	10.98	9.18
2008.12.23	2.52	2.25	1993.07.11	9.18	10.98
2008.11.27	3.60	2.52	1993.05.15	7.56	9.18
2008.10.30	3.87	3.60	1991.04.21	8.64	7.56
2008.10.09	4.14	3.87	1990.08.21	10.08	8.64
2007.12.21	3.87	4.14	1990.04.15	11.34	10.08
2007.09.15	3.60	3.87	1989.02.01	8.64	11.34
2007.08.22	3.33	3.60	1988.09.01	7.20	8.64
2007.07.21	3.06	3.33	1985.08.01	6.84	7.20
2007.05.19	2.79	3.06	1985.04.01	5.76	6.84
2007.03.18	2.52	2.79	1982.04.01	5.40	5.76
2006.08.19	2.25	2.52	1980.04.01	3.96	5.40
2004.10.29	1.98	2.25	1979.04.01	3.96	
2002.02.21	2.25	1.98			

有趣的是，沪、深股票市场总体价格水平十年来划了一道高抛回落的弧线，几乎又回到了起点位置，与实体经济的持续高速增长形成极为悬殊的鲜明对比和巨大反差。从股市运行基本规律判断，这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持续的价格与价值严重扭曲和背离，在下一个十年必然会得到纠正，价值的理性回归是下一轮大牛市的重要基础。

尤其在我国城市化进入第二个快速成长期的大背景下，经济将会持续快速增长。经济增长和价值的理性回归将对股价形成双重推动力量。想想看，我们一些盈利增长高达40%左右的上市公司，其市盈率仅4倍左右，按其股价买入的投资收益率高达25%左右。而若其盈利能保持增长，股价不变的话，两三年后其市盈率仅有2倍左右，2倍市盈率意味着按其股价买入可以获得50%的投资年收益率。这些成长性优异的股票，合理市盈率最保守估计也应该是10至20倍。

显然，当市场情绪回归正常时，业绩持续高增长和市盈率回归合理水平的双重力量，将有力推动价值被严重低估的成长股演绎出精彩的上涨行情。

2012年下半年的沪、深股市，是投资者很难熬的一段艰难时期。而对中长线价值投资者而言，则是一个极为难得的投资机遇。“金子卖成白菜价”，很多符合三位一体投资条件的股票，未来十年股票价格可望实现10倍以上的上涨。遗憾的是，很多人身居宝山而不知。投资大众在长达五年的大熊市困扰下几近麻木，熊市心态已积重难返。

然而，在市场低点的2012年二、三季度，QFII（合格境外机构投资者）、RQFII（人民币合格境外机构投资者）们却逆市场潮流而动，大举增持和大幅增加投资额度。2012年11月13日，经国务院批准，中国证监会、中国人民银行及国家外汇管理局决定增加2000亿元RQFII的投资额度，至此，试点总额度达到2700亿元人民币。据称，预计本次新增的2000亿元额度也将很快用完，届时，监管部门还会继续增加投资额度。

正是应了那句“墙内开花墙外香”的谚语，但肥水却流进了外人田。道理很简单，以比整体经济增长乏力的发达国家股市还低很多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的市盈率，买高成长的中国企业股票，老外何乐而不为呢？比如，金融海啸发生地且深陷“财政悬崖”的美国，其银行股市盈率居然还高达十多倍呢。

理性投资 善待钱财

理性的投资理财观念，是力求在尽力规避风险的前提下，寻求最大的长期收益。采取价值投资的稳健方法与策略，即使短期的收益率不太高，依靠复利的神奇力量，长期的积累仍会使你大获成功。

被誉为美国投资业之神的彼得·林奇，曾以连续十年投资收益率约30%的不俗业绩，十次荣获全美十大优秀投资基金经理第一名。而巴菲特虽然平均年增长率达不到30%，但由于持续了四十多年，当之无愧地戴上了世界股王之桂冠。巴菲特的导师本·格雷厄姆也是一位优秀的投资家，他那著名的投资哲学“第一，不要有亏损；第二，永远记住第一条”成为理性投资者的信条。许多真正理解并牢记这条教诲的人，都受益匪浅，在投资实践中取得了巨大的成功。

中国人的词汇很丰富，如今“炒股”、“炒汇”等几乎成了投资的代名词。然而，二者是风马牛不相及的，就如同一夜风流与追求浪漫一样不可相提并论。

查尔斯·H·道曾经指出：“投资大众所犯的最大错误就是非常注意价格，而不是价值。”许多人用了太多的时间和精力去观察和分析股票未来的价格变化，却几乎没有时间和精力去理解和分析那些他们拥有部分所有权的公司。听听股评、看看图形，然后仅凭个人感觉去追涨杀跌，急于一夜暴富，这和赌博能有什么不同？其结果与从阿拉斯加赌城出来的人也差不太多。

美其名曰技术分析，但实际上是拿自己的血汗钱去玩一堆图形和符号，这是十分危险的游戏，而普通中小投资者无疑是这一游戏中的弱势群体。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对绝大多数中国老百姓而言，储蓄存款及购买国债，几乎是几十年来普通大众最主要的投资理财方式。目前，股市开户人数虽已达17 000万户，但扣除一级市场和沪、深重复开户的因素，实际介入股市的人口估计仅5000至8000万人，大约为全国人口的1/20，而至2012年10月末，人民币存款余额高达89.68万亿元，其中，城乡居民储蓄存款总额高达约40万亿元。

就像人们在着装、饮食、生活方式等很多方面都在慢慢发生转变一样，随着我国宏观经济的持续稳定高速发展和金融市场的不断规范与走向繁荣，人们的投资理财观念也必然会发生转变。证券市场的逐步规范和监管力度的加强，将有助于促使更多的人把资金投入其中。当普通国民都将自己的经济利益与企业乃至社会利益融合在一起的时候，市场将形成一股推动整个社会发展的强大合力。

二、投资美国资本市场的财富指数

在理性的中长线投资者眼中，普通股股票是经济长期保持强势国家或地区的最佳长期投资工具。请注意，这一观点能够成立的关键是——投资于经济长期保持强势国家或地区的股市。据美国的一项统计，自本世纪二十年代以来，尚无任何一类金融资产的累计投资业绩超过股票（见表3.4）。

表3.4中的统计数据显示，虽然先后受到了美国历史上最惨重的股灾和席卷全球的经济危机、第二次世界大战、朝鲜战争、两次石油危机、越战等诸多不利事件的影响，美国股市在1925年末至1995年末的70年间，仍能以两位数的复利增长率保持增长。而同期的长期政府债券和短期国债，抵消通货膨胀后，基本上已所剩无几。

由此可见，只要某一国家或地区社会政治经济发展的主流趋势持续向好，实现财富快速增长的最佳选择，无疑就是长线投资于股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场。

表 3.4 美国资本市场几种投资工具的平均年复利增长率

投资品种	1925 年末本金(美元)	1995 年末本利和(美元)	年复利增长率(%)	扣除通货膨胀的年复利增长率(%)
小公司股票	1	3822.4	12.51	9.10
大公司股票	1	1113.92	10.54	7.20
长期政府债券	1	34.04	5.17	1.99
财政部债券	1	12.87	3.72	0.58
通货膨胀	1	8.58	3.12	0

资料来源：根据《股票，债券，票据和通货膨胀 1996 年年鉴》(芝加哥伊博森事务所)数据计算。

三、投资中国资本市场的财富指数(1991 年至 2000 年)

中国股市运行二十多年来，普通大众最大的困惑是，对股票风险与收益总是感到极为茫然。以下将利用一些翔实的数据，对股票、债券、长期储蓄存款三种主要投资工具 1991 年至 2000 年的收益情况进行比较，并对通货膨胀的影响进行分析(2001 年至 2012 年由于解决重大历史遗留问题，股权分置改革导致的全流通解禁潮持续对股市构成重大影响，因而暂不纳入计算)。

对于 1991 年初的 100 元资金，我们将考察在不同的投资选择下，其名义和实际(扣除通货膨胀影响后)增值情况。

现金持有 贬值一半

以现金方式持有，不做任何投资或储蓄。十年后，这 100 元钱只值 58.4 元，即货币贬值了将近一半。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3.5 通货膨胀指数与购买力指数表

年份	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	平均%
零售物价指数(RPI)	102.9	105.4	113.2	121.7	114.8	106.1	100.8	97.4	97.0	100.4	
通胀指数	102.90	108.46	122.77	149.41	171.53	181.99	183.45	178.68	173.32	171.24	5.5
购买力	97.18	92.20	81.45	66.93	58.30	54.95	54.51	55.97	57.70	58.40	−5.2

注:①表中数据根据零售物价指数 RPI 计算;
②平均%为年平均复利增长率。

储蓄国债 保本微利

若按照各年年初一年期存款利率牌价不断存取十年,最终可回收现金 207.03 元,折合购买力为 120.90 元。

若连续两次使用五年期存款,利率分别为 11.52%、13.68%(单利),第一次还可以按照保值贴补利率 13.24%加息,则最终可得现金 443.45 元,折合购买力为 258.97 元。

为获得一种具有可比性意义的普通收益数据,我们将每年的五年期存款利率牌价折合为复利以代替一年期存款利率,模拟一个账户连续存取十年,最终可得现金 212.72 元,折合购买力为 124.22 元。各年的收益情况如表 3.6。

表 3.6 储蓄存款的名义与实际收益指数 基数:100 元

年份	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	平均%
名义	109.52	117.97	127.07	141.19	156.86	174.28	187.73	198.83	207.07	212.72	7.84
实际	106.44	108.77	103.50	94.49	91.45	95.76	102.33	111.28	119.48	124.22	2.19

注:平均%为年平均复利增长率。

国债的短期品种较少,这里使用几乎每年都发行的三年期国债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票面利率，按上述处理方法来计算收益指数（若一年中发行了多期国债，则以平均利率水平计算），十年后本利和累计为 243.09 元，折合购买力为 141.96 元。各年的收益情况如表 3.7。

表 3.7 国债投资的名义与实际收益指数

年份	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	平均%
名义	112.40	126.34	142.00	159.61	179.40	198.76	215.55	228.70	236.45	243.09	9.29
实际	109.23	116.48	115.66	106.82	104.49	109.21	117.50	127.99	136.43	141.96	3.57

注：平均%为年平均复利收益率。

从表 3.6 和表 3.7 可见，储蓄的实际年收益率仅为 2.19%，而三年期国债的实际年收益率率也仅为 3.57%。

股票收益最丰厚

采用沪市上证综合指数的每年末收盘数据计算，得到十年后资金增值为 1639.57 元，折合购买力为 957.49 元。各年度收益指数见表 3.8。

表 3.8 股票投资的名义与实际收益指数

年份	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	平均%
起始点位	127.60	293.74	784.13	837.70	637.72	550.26	914.06	1200.95	1144.88	1368.69	
终止点位	292.75	780.39	833.80	647.87	555.28	917.02	1194.10	1146.10	1366.58	2073.47	
名义收益指数	229.43	609.5	648.1	501.3	436.4	727.3	950.17	906.8	1082.3	1639.6	32.3
实际收益指数	222.96	562.0	527.9	335.5	254.4	399.7	517.9	507.5	624.5	957.45	25.4

注：平均%为年平均复利收益率。

从表 3.8 可见，按股票指数计算的实际平均年收益率高达 25.4%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是储蓄存款实际年收益率的 11.6 倍，为三年期国债实际年收益率的 7.1 倍。

三种投资工具的收益比较

显然，与储蓄和国债等其他投资工具相比，股票投资的收益率具有显著的优势。但从风险的角度看，其收益的波动性也比储蓄和国债要大得多。扣除通货膨胀后的实际收益指数，其波动幅度在前五年比名义收益指数的波动幅度更大，这也反映了那段时期我国的高通胀状况及经济宏观调控对股市的不利影响。

十年对于一个股票市场而言，毕竟是太短暂了。因此，我国资本市场的股票与储蓄和国债等其他投资工具的收益指数的差距，同美国资本市场相比较要小得多。但从年均名义和实际复利增长率看，我国资本市场股票与储蓄和国债相差的倍数，与美国资本市场股票与短期国债、长期国债年均收益相差的倍数大致相当。

不同持有期的风险特征

从 1988 年至今，持有可口可乐公司股票并获得丰厚收益的股王巴菲特曾说："若今天买入可口可乐股票，明天将其卖出，这是一笔风险很大的交易。但若买入可口可乐股，并持有十年，则可能是一笔零风险的生意。"

本节的研究结果将表明：一般而言，股票持有期限的长短，直接关系到投资风险的大小，当持有期限足够长时，投资风险将大为降低。

(1) 持有期为一年

扣除通货膨胀的影响，持有期为一年时，股票、储蓄存款与国债的实际投资收益率如表 3.9 所示。1991 年至 2000 年的十年中，股票实际收益水平有六年优于储蓄存款和国债。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3.9 一年持有期限的实际收益率比较表

年份	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
股票实际收益率(%)	122.96	152.06	−6.07	−36.45	−24.16	57.07	29.60	−2.02	23.05	53.33
国债实际收益率(%)	9.23	6.64	−0.71	−7.64	−2.09	4.42	7.59	8.93	6.59	4.06
储蓄实际收益率(%)	6.44	2.20	−4.85	−8.71	−3.22	4.72	6.86	8.74	7.36	3.97
股票、存款比较	+	+	−	−	−	+	+	−	+	+
股票、国债比较	+	+	−	−	−	+	+	−	+	+

注："+"表示股票当年的实际收益率高于其他品种，"−"表示股票当年的实际收益率低于其他品种。

(2) 持有期为三年

从表3.10连续三年的实际收益率水平看，八个时间段中，股票在其中的六个时间段超过了国债或储蓄，表明股票在75%的时间里优于国债和储蓄。

表 3.10 三年持有期限的实际收益率比较表

年份	股票(%)	国债(%)	存款(%)	股票、国债比较	股票、储蓄比较
1991～1993	74.12	4.97	1.15	+	+
1992～1994	14.59	−0.74	−3.89	+	+
1993～1995	−23.21	−3.53	−5.62	−	−
1994～1996	−8.86	−1.89	−2.56	−	−
1995～1997	15.58	3.23	2.69	+	+
1996～1998	25.88	6.96	6.76	+	+
1997～1999	16.04	7.70	7.65	+	+
1998～2000	22.73	6.51	6.68	+	+

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）持有期为八年

表 3.11 八年持有期限的实际投资收益率比较表

年份	股票(%)	国债(%)	存款(%)	股票、国债比较	股票、储蓄比较
1991～1998	22.51	3.13	1.35	+	+
1992～1999	13.74	2.82	1.45	+	+
1993～2000	6.89	2.50	1.67	+	+

从表 3.11 连续八年的投资结果看，股票的实际收益率水平在三个时间段都以显著优势超过国债和储蓄。

上述所有分析，均支持一个结论：扣除通货膨胀的影响后，股票长期投资的实际收益率水平，与国债和储蓄相比有显著优势；当持有期限足够长时，股票的投资风险将大为降低。这也可从持有期限延长时，实际收益率水平波动幅度的大幅收敛中清晰地看出。

在中国，也许高达两位数的储蓄利率将是一个十分遥远的梦，这将更加凸显出股票投资在未来金融选择中的重要地位。

四、2001 年至 2012 年：12 年轮回祸兮福兮

都是减持惹的祸

2001 年 6 月 22 日，《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》出台，该办法第五条规定：股份有限公司首次发行和增发股票时，均应按融资额的 10%出售国有股，且减持的价格执行市场定价。这份国有股减持方案几经酝酿，最后由财政部牵头联合五家部委报请国务院批准。当时，财政部部长项怀诚、证监会主席周小川均称其为“利好”，表示这是一个多赢的方案。

该方案一经公布，立即引起轩然大波，股市自此狂跌不止。截至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2001年10月20日左右，上证指数一口气从2245点跌到1520点，短短四个月跌去了700多点，跌幅超过三成。在此期间，烽火通信、北生药业、江汽股份等多家上市公司按10%的融资额市价减持股票。虽然筹集了几个亿资金，但沪、深股市1万多亿元市值却蒸发掉了。

面对一泻千里的股市，2001年10月22日，证监会紧急叫停《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》的有关规定，暂停了在新股首发和增发中执行国有股减持的政策。2002年6月23日，《特大利好：国务院已决定停止减持国有股》的信息发布："国务院决定，除企业海外发行上市外，对国内上市公司停止执行《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》中关于利用证券市场减持国有股的规定，并不再出台具体实施办法。"该方案最终被迫停止。

一项由国务院五部委联合发布的政策仅试行四个月就暂停，并在一年后完全放弃，这在中国资本市场历史上绝无仅有。然而，如果继续将国有股与股票发行捆绑减持，只会招致市场更为猛烈的抛压，其后果可能无法收拾。

许多投资者都用"等着楼上第二只靴子掉下"来描述那一年惊恐不安的心情。2001年，遭遇当头棒喝的股民们心中都明白，这一次减持的目的就是为了补社保的"窟窿"。二级市场上投资者怨声载道，认为国有股按市价减持简直就是圈钱。

在国有股减持引发大讨论之后，有4000多项意见归纳为七类方案，业界和学术界也形成了一些基本共识，其中最重要的一条就是解决股市问题的根本出路是尽快"全流通"。

虽然国有股减持迫于市场压力而取消，但投资者认识到，沪、深股市占2/3以上的国有股、法人股不能流通的历史遗留问题，始终是高悬在股市上空的一把利剑，随时有可能掉下来给投资者造成巨大伤害。随后三年，沪、深股市持续以大跌小涨的熊市步调不断向下探底，至2005年6月跌至最低998点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从2000年以后的情况看，仍以上证指数为例，其2000年年末收盘指数2073点，至2012年12月末收盘2269点，12年的涨幅为9.45%，年均复合涨幅为0.76%，投资股票收益大幅落后于储蓄和购买国债。

导致十二年来股市几乎零增长的最主要原因，实际上就是股权分置改革后的全流通及新股大量IPO和增发融资等所导致的供求关系严重失衡。中国的投资者为解决股权分置改革的历史遗留问题付出了巨大代价，才换来股市全流通制度下资源有效配置的一池活水。

制度设计者的最初错误，却让普通投资大众来买单。限售股解禁套现已成为困扰市场的一大顽疾，2009年，恢复IPO以来的两年多时间，IPO圈钱9338亿元的同时，也为今后几年埋下了巨大的隐患，而接下来将有超过5万亿元市值的限售股进入市场。

据不完全统计，从2011年11月25日至2016年底，在不考虑后续IPO等“圈钱”所形成的增量解禁股的前提下，沪、深两市还有接近2000笔，市值规模高达50 166.18亿元的解禁潮。2012年至2016年期间，沪、深两市的解禁市值将分别高达13 614.90亿元、21 681.49亿元、11 547.36亿元、1053.77亿元和266.36亿元。可以看到，解禁压力在2013年后明显减小。

由于股票全流通导致的解禁压力，使得沪、深两市十多年来股价徘徊不前，形成股市与整体经济走向严重背离的局面。国外的大量研究也表明：股票市场走向和整体经济趋向大约在2/3的时间段里同步或一致，而在另外1/3的时间段里两者方向并不一致甚至相反。原因在于，还有很多重要力量如利率趋向、通货膨胀、政府政策等也会对股市产生重大影响。

2002年至2005年的那四年熊市，与整体经济走向完全反相运行，这轮大熊市换来长期困扰中国股市的股权分置问题的彻底解决。

2007年10月至2012年12月的五年多熊市，虽然受到2008年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融海啸对全球经济冲击的影响，但影响更大的实际上仍是源源不断的新股上市和解禁潮压力，双重压力使得此轮熊市下跌空间之大和持续时间之长均创历史记录。

祸兮福之所依

十二年来，在整体经济持续向好的大背景下，沪、深股市却有两轮大熊市，持续九年多的时间处在总体下跌之中。从沪市看，2012 年 8 月至 12 月，上证指数都在十二年前的起点位置 2073 点上下波动。2012 年 7 月至 12 月，沪市 A 股月末平均市盈率持续在 11 倍左右的低位徘徊，对应的平均股票收益率为 9.09%。

而这十二年来，经济持续保持高速增长，国内生产总值从 2000 年的 89 404 亿元增长到 2011 年的 471 564 亿元，11 年来增长了 4.3 倍，名义年复合增长率高达 16.32%。而且，十二年来的总体经济环境是低利率、低通胀、高增长，是实体企业成长的黄金时期。

第一轮 2001 年 6 月至 2005 年 6 月的熊市，完全是由于不考虑市场承受力的国有股减持所造成的，形成奇特的经济与股市长期逆向运行的现象。第二轮 2007 年 10 月至 2012 年 12 月的熊市，除了减持潮持续发酵、新股大量发行等供求关系方面的压力，2008 年金融海啸造成我国经济减速和结构性调整也是重要的原因。

股权分置改革导致的减持潮，虽然导致了两次重大股灾和市场的持续低迷，但市场经历凤凰涅槃般的洗礼后，正面临良好的发展机遇。

首先，沪、深股市自成立之初就是一个畸形发展的市场，占 2/3 以上国有股、法人股不能流通，股市不能实现资源合理配置和有效利用的功能。而且，这个历史遗留问题一直是高悬在股市上空的达摩克利斯利剑。而今，这把利剑终于落地，并将随着 2013 年以后全流通减持潮的消退而化解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二，市场在2013年初的2200多点低位，向下已经没有空间，随着市场情绪回归正常和经济逐步回暖，向上的空间会逐步打开。2012年7至12月市场11倍左右市盈率，是对应9%左右投资年收益率的价值底部，这个收益率超过了银行贷款利率，是一年期存款利率的3倍。在这样的价值底部，很多股票对实业资本已经有了很大吸引力。经济回归稳定后，再回到这样的底部可能性已很小。

第三，近十年股票的大量发行上市，使得绝大部分大中型企业都已实现了首发上市融资，未来导致供求关系严重失衡的压力大幅减轻，这就使得再出现股市与经济逆向运行的机会大大减少。从国际股市运行规律，以及对称和平衡的角度考虑，沪、深股市下一个十年与经济基本同向运行的机会也大大增加。

从上述三点看，价值投资在下一个十年面临更好的机遇。只要我们把握好经济趋势、商业脉搏和消费潮流，做好公司分析和价值评估，依据三位一体的投资策略选股投资，就能在控制好风险的前提下获得较高收益。

下一个十年会有精彩

从本章第二节对美国资本市场财富指数的分析，可以看到：从1925年末至1995年末，美股大公司股票持续70年保持10.54%的年复利增长率，小公司股票则持续70年保持了12.51%的年复利增长率。而这其中还包括了1929年至1933年席卷全球的经济危机和美股道指跌幅达约90%的重大股灾。这次经济危机和股灾之后，美国迎来经济持续70多年的总体景气繁荣和股市的长期向好。美股道指从那次股灾的最低约40点，至1999年涨至10 000点以上。

历史会重演吗？正处经济黄金增长期大背景下的沪、深股市，能否凤凰涅槃进入长期上升周期？这既值得期待也有待时间验证。

判断沪、深股市未来走向的主线，是经济能否持续快速增长。因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为从根本而言，投资股票的未来收益，完全由企业的经济命运所决定。随着经济结构调整逐渐显示出的成效和解禁潮压力的趋于缓和，以及未来十年中国经济逐步走向质量效益型增长等，将会使很多企业重新焕发生机与活力，五年大熊市积聚的做多能量也将会爆发。

在中国经济的下一个十年，很多行业尤其是第三产业获得持续快速增长更值得期待。在此大背景下，沪、深股市可望重振雄风，演绎更多精彩纷呈的财富故事。

中华民族的崛起和经济追赶浪潮正奔腾向前，为价值投资者提供了千载难逢的致富良机。如果仅仅作为一个看客，实在愧对这样一个伟大的时代。我们应当选择作为一个参与者，将资金投向那些有潜在能力冲击世界级水平的优异企业，在支持中华民族复兴大业的同时，实现自己的财富梦想。

本章要点汇总

◎ 股市中有一条众所周知的真理：经营业绩能长期保持较高增长率的上市公司即所谓成长股，是中长线价值投资者的首选目标。成长股的魅力正是来自于“复利的魔术”。

◎ 在我国城市化进入第二个快速成长期的大背景下，整体经济将会持续快速增长。经济的增长和价值的理性回归将对股价形成双重推动力量。

◎ 查尔斯·H·道曾经指出：“投资大众所犯的最大错误就是非常注意价格，而不是价值。”许多人用了太多的时间和精力去观察和分析股票未来的价格变化，却几乎没有时间和精力去理解和分析那些他们拥有部分所有权的公司。

◎ 在理性的中长线价值投资者眼中，普通股股票是经济长期保持强势国家或地区的最佳长期投资工具。请注意，这一观点能够成立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的关键是——投资于经济长期保持强势国家或地区的股市。

◎ 导致十二年来股市几乎零增长的最主要原因，实际上就是股权分置改革后的全流通及新股大量IPO和增发融资等所导致的供求关系严重失衡。

◎ 价值投资在下一个十年面临更好的机遇。只要我们把握好经济趋势、商业脉搏和消费潮流，做好公司分析和价值评估，依据三位一体的投资策略投资，就能在控制好风险的前提下获得较高收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　成长股价值投资精要

一、市盈率与投资价值

《人民日报》特约评论员文章的威力

1996年12月16日，针对当时火爆的股市，《人民日报》发表特约评论员文章：《正确认识当前股票市场》。文章指出："中国股市今年快速上涨有其合理的经济根据，即全球股市普遍上扬和国内经济形势明显好转。但是，最近一个时期的暴涨则是不正常的和非理性的。第一，从市盈率的国际比较看。以12月9日为例，上海市场平均市盈率达44倍，深圳市场达55倍。而国际股市绝大多数都在20倍左右，例如，纽约市场为19倍，伦敦市场为17倍，德国市场为29倍，香港市场为18倍，新加坡市场为21倍。中国股市明显处于过高状态。"

此文被解读为《人民日报》准社论，并在中央电视台1996年12月15日晚新闻联播节目播出，很多人在极度惊恐不安中听完这篇文章，沪、深股市随后几日狂跌而下，惊慌失措的投资者仿佛遭遇了一场大地震。1996年12月16日、17日，沪、深两市90%以上的股票被牢牢锁定在－10%的跌停板上，可见这篇准社论威力之大。见图4.1，表4.1。从对市场实际效果看，政策过度干预违反市场规律，人为干预的巨大波动对投资者有失公允也容易引起误解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

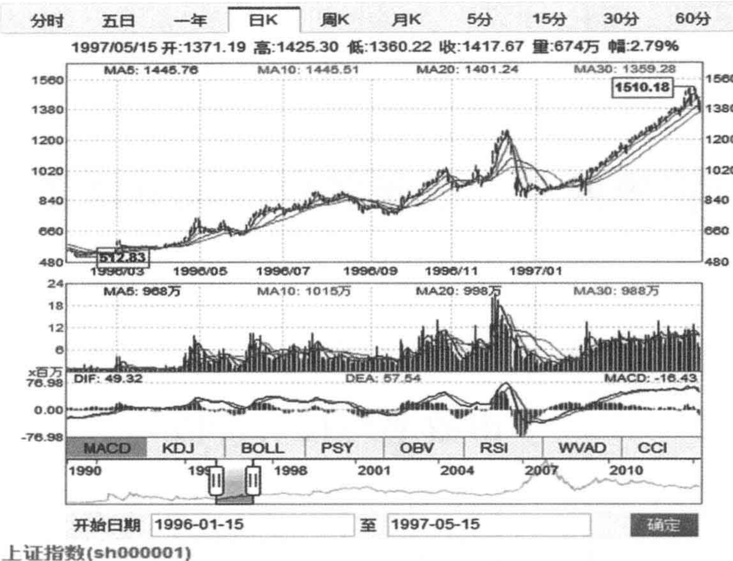


图 4.1 《人民日报》准社论发表前后的沪市走势

表 4.1 《人民日报》特约评论员文章发表前后上证指数波动

时间		上证指数收盘价	上证指数日涨幅	成交量（万股）	成交金额（亿元）
1996 年	12 月 09 日	1247.66	2.87%	1560	166.4
	12 月 10 日	1230.25	−1.39%	1296	137.6
	12 月 11 日	1244.90	1.19%	1268	145.3
	12 月 12 日	1177.14	−5.44%	1120	125.3
	12 月 13 日	1110.04	−5.70%	974	101.2
	12 月 16 日	1000.02	−9.91%	143	13.8
	12 月 17 日	905.58	−9.44%	601	53.0
	12 月 18 日	972.73	7.42%	1012	83.8
	12 月 19 日	902.42	−7.23%	891	80.9
	12 月 20 日	885.24	−1.90%	620	50.1
	12 月 23 日	902.01	1.90%	444	36.9
	12 月 24 日	865.57	−4.04%	367	29.9
1997 年	5 月 12 日	1500.39	2.26%	1316	167.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在看来，当时沪、深股市的市盈率是高是低尚难断定，《人民日报》"过高"结论显然是错误的。将经济增长率傲视全球且成立仅六七年尚处幼苗期的沪、深股市与经济增长乏力且历经数十乃至数百年发展历史的经济发达国家或地区的股市市盈率简单机械类比，凸显出文章作者对股票市场及市盈率的理解极为肤浅，几乎是个门外汉或学究气十足的书呆子。

沪市于 1996 年 12 月 24 日创下此轮调整最低收盘价 865.57 点后，即展开气势恢宏的强劲上升行情，并于 1997 年 5 月 12 日创下 1500.39 点的历史高点，比《人民日报》发文时所说的 1996 年 12 月 9 日 1247.66 点"过高"价位还高出 20%以上。

不同股市合理平均市盈率水平及不同股票合理市盈率水平的判定难度极大，涉及诸多宏观经济与微观经济环境因素，国内外有关专家也从未对此形成过共识。这次近乎荒唐的人为干预后，管理层总结了经验教训，从此开始重视让市场自我调整的内在力量主导市场，很少再公开去评价股价的高低。

由于不同国家或地区的经济增长率水平差异较大，股票市场平均市盈率水平存在较大差距是合理的。不少经济发达国家整体经济年增长率仅为 3%左右，其合理的股市平均市盈率水平理应偏低；而我国国民经济年增长率长期持续保持在 8%左右的高水平，其股市平均市盈率水平相对偏高一些也是合理的。

当宏观经济从高峰值开始走向衰退时，大部分上市公司的经营业绩将随着经济收缩期的到来而受影响，此时，股市平均市盈率水平应当偏低(实际情况却往往相反，从而留下较大的下跌空间)；当宏观经济从谷底启动，进入新一轮经济增长期时，大部分上市公司的经营业绩将随着经济复苏而不断增长，此时，股市平均市盈率水平偏高一些是合理的、正常的，因为上市公司经营业绩的提高将使股市偏高的市盈率水平逐步下调。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《人民日报》发文时沪、深股市44倍和55倍的市盈率看起来很高，如果深入研究与思考就会发现其实际上连"偏高"都算不上，更谈不上是"过高"。考虑中国经济当时处于经济调整谷底和新一轮长期持续高增长的前期（随后直至2008年有一个黄金十年增长周期），巨大的增长潜力使得其市盈率比发达国家或地区高出一倍也属合理。况且，从市场规模与发展历程看，沪、深股市与发达国家或地区股市相比尚处幼苗期，"幼苗"和"参天大树"怎么可以简单类比呢？

市盈率的真实含义

市盈率是国际上普遍采用的评价股价水平高低的重要指标。市盈率又分为市盈率Ⅰ（静态市盈率）和市盈率 Ⅱ（动态市盈率），其计算公式如下：

$$\text{市盈率 I} = \frac{\text{每股市价}}{\text{上年度每股收益}} \tag{1}$$

$$\text{市盈率 II} = \frac{\text{每股市价}}{\text{本年度每股收益预测值}} \tag{2}$$

当上市公司中期报告公布后，某些预测机构和媒体公布其市盈率Ⅱ值，其计算公式为：

$$\text{市盈率 II} = \frac{\text{每股市价}}{\text{本年度中期每股收益} \times 2} \tag{3}$$

由于一些上市公司的经营受季节因素影响较大，且受财务账目结算时间、新项目投产或一些偶然性因素的影响，其全年每股收益，往往与上半年每股收益的两倍存在较大偏差。因此，公式(3)使用时应注意公司往年各季度收益情况，根据其有无季节性特点而对分母中的乘数"2"做出调整。

从市盈率计算公式可见，其倒数为"每股收益/每股市价"，即相当于按市价买入所获得的投资收益率。例如，假定股票去年每股收益为0.50元，若你按8元价格买入该股，则市盈率Ⅰ为16倍，投资年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益率即为 1/16＝6.25%；若你按 10 元价格买入该股，则市盈率 I 为 20 倍，你的投资年收益率则下降为 1/20＝5%。可见，市盈率与收益率成反比，市盈率越低，则投资收益率越高，也就意味着股价水平越低。

对于市盈率为多少属股价偏高，市盈率为多少属股价偏低，从来没有什么统一标准，也难以形成共识。对不同企业而言，收益的含金量也差异较大。收益含金量高的企业，收益可以分配红利和留存创造更大价值。收益含金量低的企业，能用于分红的比例不高，留存部分也大多需要投入维持未来的正常经营运作。有些更糟糕的情况是，其收益也许仅仅是账面上的，能否兑现存在较大的不确定性。

由于市盈率表示股票市价除以每股税后利润得到的倍数，假定某股票每股收益保持不变，则市盈率的含义可理解为以目前市价购进股票后，多少年能回收其投资本金，即相当于投资回收的年限。

从理论上看，只有市盈率小于社会平均投资回收期（至少应低于银行一年期存款利率的倒数）时该股票才具有投资价值。然而，上市公司的盈利水平不可能保持不变，中长线投资者也不会选择没有成长性的股票作为投资品种。买股票是购买企业的未来，有眼光的投资者总是选择那些具备高成长性的股票投资。所以，具体到特定企业股票，有投资价值的市盈率与企业盈利增长率密切相关。

市盈率与盈利增长率的权衡

很多投资者往往喜欢选同一行业中市盈率低的公司，其实往往便宜没好货。明智的做法是选择管理优异、有竞争优势的企业，杰出企业的高成长性将为投资者提供极为丰厚的投资回报。

正确的做法是，市盈率相差不大时，宁愿去买高增长率企业股票。这个高增长率不仅是现在，未来也可延续。或者说，对高增长率企业股票，可以接受较高的市盈率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资大师彼得·林奇曾说:“任何一家公司,如果它的股票定价合理,那么该公司股票的市盈率将等于公司的盈利增长率。”按照这个观点,下面举例做量化分析,说明业绩的持续高增长对价值投资的重要性。

假定某一行业有五家上市公司A、B、C、D、E,未来10年税后利润依次持续以10%、20%、30%、40%、50%的增长率增长,初始每股收益均为1元,对应市盈率依次为10倍、20倍、30倍、40倍、50倍。

同样的每股收益,绝大多数人会选择股价10元即10倍市盈率的股票,极少有人会选股价50元即50倍市盈率的股票。其实,正确的选择恰恰相反,应优先选择增长率为50%、对应市盈率为50倍的股票。如果5年和10年后,市盈率I及对应增长率不变,其股价情况见表4.2。

表4.2 市盈率对应增长率的股价变化情况

公司	盈利增长率	5年后每股收益	10年后每股收益	5年后股价	10年后股价
A	10%	1.61	2.59	16.1	25.9
B	20%	2.49	6.19	49.8	123.8
C	30%	3.71	13.78	111.3	413.4
D	40%	5.37	28.92	214.8	1 156.8
E	50%	7.59	57.67	379.5	2 883.5

从表4.2可见,每股收益均为1元的股票,若市盈率等于增长率,则初始股价为10元、20元、30元、40元和50元。若5年后股价对应市盈率仍等于增长率,则股价依次为16.1元、49.8元、111.3元、214.8元和379.5元,相对于5年前分别增长0.61倍、1.49倍、2.71倍、4.37倍、6.59倍;若10年后股价对应市盈率仍等于增长率,则股价依次为25.9元、123.8元、413.4元、1 156.8元和2 883.5元,相对于10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年前分别增长 1.59 倍、5.19 倍、12.78 倍、27.92 倍、56.67 倍。

可以看到，5 年、10 年后股价差距巨大。1 万元投资增长率 10% 对应市盈率 10 倍的 A 公司股票，5 年后价格增长 0.61 倍，资本增值为 1.61 万元；10 年后价格增长 1.59 倍，资本增值为 2.59 万元。而若 1 万元投资增长率 50% 对应市盈率 50 倍的 E 公司股票，5 年后价格增长 6.59 倍，资本增值为 7.59 万元；10 年后价格增长 56.67 倍，资本增值为 57.67 万元。两者 5 年后的资本（本利和）差距是 4 倍多，10 年后的资本（本利和）差距是 22 倍多。

显然，投资成败的关键，在于要有眼光找到盈利能力持续高增长的上市公司，并以被低估的价格买入。增长率越高，持续时间越长，未来的资产增值倍数将会越大。也就是说，按照市盈率与增长率相当的观点，也宁愿去选择高增长率对应高市盈率的股票投资。

可见，某股票目前的市盈率水平，对判断其股价高低虽具备一定的参考价值，但更重要的是要考虑企业未来盈利增长率的高低，以及随着其盈利水平变化的股票市盈率未来变动情况。这也是不同股票的市盈率，为什么会相差数倍、数十倍的原因所在。

成长性好的优质股，即使市盈率指标高出市场平均水平较多，可能仍然具有较高投资价值；没有成长性或已处于衰退期的劣质股，即使市盈率远低于市场平均水平，也可能仍然没有投资价值。选股时要用发展的眼光看待市盈率，既要看前一年（市盈率Ⅰ）和当年（市盈率Ⅱ）市盈率水平，更要看市盈率未来会发生的变化。

新发行上市股票的市盈率水平通常偏高，正是由于新股发行的大量募集资金投入项目后，有望大幅提升其未来业绩而降低市盈率水平所致。阅读招股说明书时，要特别关注其募集资金项目未来市场前景和盈利预测情况。另外，由于小公司股本扩张能力和业绩增长潜力通常优于大公司，因而市盈率水平往往偏高。犹如一棵小树，未来相当长一段时期将处于快速成长阶段，发展潜力巨大。已经长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成参天大树，发展速度必然会逐渐减慢，可以成长的空间也相对较小。

市场集体误判时蕴藏极佳投资机遇

然而，股市经常会由于贪婪和恐惧情绪集体发作的影响，严重背离经济走向和合理市盈率值。例如，2012 年下半年，沪、深股市市盈率已经跌至很低水平，沪市连续 6 个月市盈率仅 11 倍左右，这一市盈率水平甚至略低于金融海啸和欧债危机发源地的一些国家。然而，沪、深股市四季度却继续跌创新低，而多项宏观经济数据 10 月、11 月持续发出回暖信号，股票市场对此却视而不见。

2012 年 12 月 2 日，新华网（记者杨毅沉　许嘉桐）发文："中国内地 A 股三季度以来跑输全球主要股市。"文章指出，今年三季度以来，沪、深股指分别下跌 5.08％和 8.94％，深证中小板和创业板指数更是分别在两个月内大跌 13.75％和 12.02％，再次跑输全球主要经济体股市。9 月末以来，除美国股市小幅下跌外，欧洲、日本、香港股市均呈现上涨态势，其中，希腊雅典 ASE 指数三季度以来更是上涨近 10％。从多项经济指标看，四季度以来中国经济企稳回暖态势明显，虽然未来趋势仍需观察判断，但相对于欧美经济体来讲经济增速依然相对较快。

对价值投资者而言，市场集体犯错误时，蕴藏着极佳投资机遇。错误越大，价格与价值的背离越严重，未来的纠错力度和上涨空间就越大。所以，切不可跟随市场情绪惊慌失措，而应逆势而为，选择那些价值被市场严重低估的高成长企业股票买入。

对合理市盈率的综合评估

股市平均市盈率水平还受到银行存贷款利率的影响。存贷款利率的变动不仅关系到投资者机会成本的变动，而且直接影响到企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的经营成本和股市资金的分流。另外，股市所在国家和地区的社会政治稳定情况、政府经济政策以及市场供求关系等，也会影响到其平均市盈率水平的高低。

从微观因素考虑，上市公司税后利润增长率直接关系到未来市盈率的变化。假定股价不变，若公司税后利润成倍增长，则其市盈率将会成倍降低。显然，对高成长性企业，其股票的较高市盈率水平是正常的、合理的。

股票合理市盈率水平，还应与企业主营产品所处的产品市场寿命周期有关。处于投入期或成长初期时，较高市盈率水平是正常的、合理的。当企业进入成熟期或衰退期时，市盈率则理应偏低。需要指出的是，投资者往往会在企业成长初期低估其价值，而不愿接受较高的市盈率水平；当企业已进入成熟期时，往往又受到市场惯性影响高估其价值，而不能将市盈率水平降到适当位置。

上市公司净资产收益率指标的高低，综合体现企业的盈利能力和资产质量，历来是投资者选股时尤为关注的。因此，通常净资产收益率较高并有增长趋势的股票，市盈率可适当偏高；净资产收益率较低且不具增长潜力的股票，市盈率则应适当偏低。

另外，上市公司行业独特、产品独特、有垄断利润，或有参股、购并题材及新项目即将投产等，股票此时的市盈率水平相应偏高也是正常的。

1991 年，亚洲“四小龙”的股市平均市盈率水平分别为中国香港 11.5、南朝鲜 17.7、中国台湾 30.3、日本 33.4，最高的日本和最低的中国香港股市平均市盈率水平竟相差近三倍之多。而当时日本经济刚开始从巅峰状态回落，香港经济则处于一轮高速增长期的启动初期，市盈率不应该高的却偏高，理应偏高的却又很低。可见，股票市场集体犯错误是经常会出现的状况。

沪、深股市仅有二十多年发展历史，无疑在今后相当长一段时期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仍属新兴股市。应当看到，沪、深股市由于过度投机，市盈率结构处于畸形状态，很多垃圾股或亏损股，市盈率居高不下，而不少业绩优秀的上市公司，市盈率却远低于市场平均水平。

预计随着市场逐步走向规范与成熟，不合理的市盈率结构会逐步得到纠正，真正盈利持续高成长股必将会受到市场认可，展现其王者本色。

市盈率法简单、实用、效果好

按作者二十多年的投资经历，实际的投资活动基本上不需要也不宜使用复杂的数学模型做测算来评估价值。主要原因是，越是复杂的模型，由于参数较多而测算结果越不可靠。实际投资选股时，只要对企业分析深入细致，对其盈利成长性判断贴近实际，利用市盈率和盈利增长率的过度偏离选股，就可以抓住很多投资机会。

在历次沪、深股市历史性底部区域，你会发现根本不需要运用数学模型测算来选股，仅从市盈率与成长性的巨大反差，就很容易找到价值被市场严重低估的优质股票。而当顶部区域出现时，你会发现整个市场找到市盈率与增长率严重背离的股票极为困难。

可见，普通投资者只要能对企业未来盈利增长正确判断，将市盈率与盈利成长性的关系理解清楚，并利用两者过度的背离去挑选股票，就可以抓住很多机会。

按我的投资经验和体会，彼得·林奇依据市盈率和盈利增长率为富达基金选股的方法简单实用、效果好，非常适合普通投资者使用。投资成败的关键是，你对企业的成长性即未来盈利增长的判断是否正确，你能否找到市盈率和增长率偏离最大的股票。不仅是当前偏离大，更重要的是未来盈利增长率是否符合预期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、理性投资的本质

选择股票就是选择企业

不论是实物资产还是金融资产，都是有价值的。成功投资和管理资产的关键，是对价值的真正理解和把握好价值变动方向。能给投资者带来高收益回报的股票，是盈利能力持续快速增长，同时股权价值也持续快速提升的企业。

股票的实质是股权，代表拥有上市公司资产和收益的所有权。股票价值由上市公司的未来盈利所决定，即取决于未来收益增长率、现金流和风险等。从投资角度选择股票，与购买商品一样，也要求物有所值。公司资产质量、财务状况、经营者素质、市场发展前景等，均关系到能为投资者提供什么样的投资收益回报，这些都是投资决策的重要依据。

投资都要求在获取较高收益回报的同时，尽可能降低风险。从投资角度考虑，选择股票也就是选择企业，即从企业经营前景考虑做出选择。因此，投资成败的关键，在于对由上市公司盈利能力所决定的价值及其变动方向的正确判断。好企业盈利能力的不断增长将持续提升股票价值，价值提升必将推动股票价格的波动区间向上移动。

价值起落主导股价涨跌

国内外股市数百年实践证明，价格围绕价值波动的规律同样适用于股票市场。股票价值具有引力作用，股价无论是高于还是低于其价值，过度的背离早晚会被纠正。由于投资者情绪或心态的过于悲观或乐观，股价常常会远离其价值，有时这种严重背离还会持续较长时期。但从长期来看，股价无论是高于还是低于其价值，过度的背

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

离早晚会被纠正，股价迟早要向其价值合理回归，并且回归之后还经常会演绎向另一个极端的背离。

例如，四川长虹上市初期，虽然每股收益高达两块多(1994 年、1995 年每股收益分别为 2.97 元、2.28 元)，却备受市场冷遇，1994 年、1995 年大部分时间，股价都在 10 元以下或 10 元左右的超低价位徘徊。而从 1996 年初启动的牛市行情，该股不仅很快回归其价值，且被市场的狂热投机推向另一个极端。

1996 年 1 月 2 日四川长虹开市价为 7.51 元，而 1998 年 1 月该股最高价为 42.98 元。由于该股 1996 年 7 月 3 日、1997 年 5 月 26 日两次 10 送 6 股除权，1997 年 8 月 4 日又实施 10 配 1.9 股(配股价 9.8 元)除权，该股 1998 年 1 月最高价(42.98 元)时，较之 1996 年开市价(7.51 元)的涨幅竟高达约 15 倍以上。

从某个角度来看，市场价格在很大程度上是投资大众心态及情绪综合作用的结果，而人性中的贪婪、恐惧、跟风等间歇性发作时，会使股价在峰顶和谷底间来回振荡。投资成功的关键，在于不能为市场的狂热或悲观情绪所左右，而应利用市场的非理性，把握好难得的投资机遇。当市场恐惧情绪走向极端时，蕴藏着选股建仓、大举投资的良机；而当市场过于乐观时，则是投资者急流勇退、果断离场之时。道理不难理解，但实战的成功则需要对市场的深刻理解、良好的心理素质和正确的价值分析方法。

四川长虹从 1996 年初启动并持续了两年的牛市行情，本质上是由于该公司 1995 年至 1997 年连续三年约 50%左右的盈利增长而持续大幅提升其价值所致；而其 1998 年开始的熊市行情，则与其盈利能力的持续多年大幅降低，使股票价值随之大幅滑落直接相关。

热点也好，题材也罢，五彩缤纷的市场表象背后，价值线像一只看不见的手，拨弄着股价的涨涨跌跌，播种着股市的幸运与灾难。长期而言，股票价值起落主导着股价涨跌。长期战胜市场的唯一法宝，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是将主要精力用于对上市公司的研究，寻找到股价远低于其价值且价值能持续提升的上市公司。这是成长股投资的基本理念，也是包括世界股王沃伦·巴菲特、投资之神彼得·林奇等当代投资大师们所普遍采用的方法。

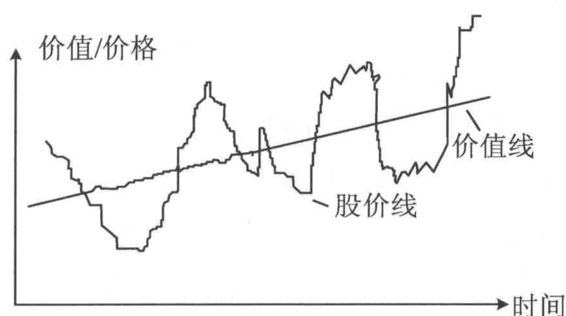


图 4.2 股票价格与价值关系图例

从图 4.2 可见，股票投资成败的关键，在于能否寻找到由于盈利能力持续增长而价值不断提升的上市公司，并在股价处于适当低位时买入。显然，正确判断股票价值并把握好其变动方向至关重要。

理性投资 价值为王

在国外的成熟股市，价值投资是最重要的股票投资方法，这是众多投资者历经多次追涨杀跌教训后的理智选择，也是衡量一国股市成熟与否的重要标志之一。与国外已有数百年历程的成熟股市相比，将仅有二十余年发展历史的中国股市称为少儿期也并不过分，走向成熟还有很长的路。

沪、深股市经久不衰的一大景观是，诸多"图表专家"或"炒股大师"们作为媒体嘉宾频频亮相，指点股市、预卜未来，点拨着茫然失措的投资大众，"股神"、"股仙"、"炒股英雄"们也人才辈出、各领风骚，成为沪、深股市一道怪异而亮丽的风景线。

更有讽刺意味的是，很多考取注册分析师执业资格的股评人士，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

却沦为跟随市场情绪看图说话的所谓“图表专家”。难怪被定位于“金融投机大鳄”的索罗斯也惊呼：“中国股市，股民投资像赌博。”

股价波动确实很大程度要受到市场心理影响，而技术分析作为测市工具，对判断股价波动确也存在一定参考价值。然而，若将图表分析作为投资决策主要依据或唯一工具，则势必要付出惨痛代价。因为，市场心理变化极为复杂、极难把握，投资者情绪阴晴难测、变幻无常，仅凭几条线、几个指标做出决断，其风险可想而知。

二十多年来，沪、深股市中的大量股民在图表专家或跟庄大师的教诲及神秘图形诱惑下，已付出太多的学费，损失巨大且教训深刻，但又有几人能迷途知返、走出误区？这个世界就是这样，有鲜花就有杂草，有宗教也会有邪教，如何选择，全在自己。

股票投资的本质，是依据股权拥有其财产权并分享其收益。从这个角度去分析企业并选择股票，是获得高出市场平均水平收益的最可靠方法，它会让你经常有机会找到低风险、高收益的目标企业。

比较近两年上证指数和民生银行股价月 K 线走势图，会发现两者走势存在巨大差异。上证指数 2008 年 10 月 31 日收盘价 1728.79 点，至 2012 年 11 月 15 日收盘价 2030.29 点，涨幅 17.4%；民生银行 2008 年 10 月 31 日收盘价 4.03 元，至 2012 年 11 月 15 日收盘价6.13 元。如果你 2008 年 10 月 31 日以 4.03 元买入 100 股民生银行，由于其 2009 年 5 月 10 股派 0.8 元、2010 年 7 月 10 股送 2 股派 0.5 元、2011 年 6 月 10 股派 1 元、2012 年 6 月 10 股派 3 元、2012 年 9 月 10 股派 1.5 元，100 股由于送股变为 120 股，五次派息共得每股税后 0.69元，100 股从投入时的 403 元升值为：

$$120\times6.13+100\times0.69=804.6\text{（元）}$$

投资收益率为 99.65%，这个收益率是同期代表市场平均涨幅水平的上证指数涨幅 17.4%的 5.73 倍。这个结果可以从民生银行近几年盈利能力变化中找到答案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4.3 民生银行近十年业绩增长情况 单位:亿元

时间	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012 前三季度
主营收入	72	120	180	126	175	253	350	421	548	824	777
税后利润	9	14	20	27	38	63	79	121	176	279	288
税后利润增长率(%)	38	56	47	33	42	65	24	54	45	59	35(比上年同期)

税后利润从 2008 年的 79 亿元，至 2011 年已经增长到 279 亿元，盈利增长 253%，股价涨幅 99.65%，与之相比，还是远远落后的。

那么，在 2008 年 10 月买入时，怎么知道此后业绩会持续高增长？观察企业前几年业绩增长情况，是一个简单实用的方法。你还可以从企业各个方面，比如经营理念、激励机制、管理水平、资产质量等诸多角度进行深入细致地分析与评估。因为只有企业在上述诸多方面优异，才会有持续非凡的业绩增长。

民生银行 2002 年以来，营业收入和税后利润一直保持着非凡增长。如果再从经营理念、激励机制、管理水平、资产质量等诸多角度细化分析，就会发现其经营理念的非凡和管理的优异。而且，其经营机构市场布局尚在初期，600 多家营业机构网点，仅仅是工、农、建、中四大银行各自一万多至两万多家营业机构网点的二十至三十分之一，市场发展潜力空间巨大。2008 年 10 月 31 日，其 4.03 元股价对应的静态市盈率(按 2007 年每股收益计算)仅 12 倍，动态市盈率(按 2008 年每股收益计算)仅 9.6 倍，市盈率远低于其盈利增长率，股票价值被市场显著低估。见图 4.3。

显然，在 2008 年 10 月，这家公司符合管理优异、成长潜力大、价值被显著低估这三位一体的投资条件。虽然其近几年 99.65% 的股价涨幅远高于上证指数 17.4% 的涨幅，但却远低于其高达 253% 的盈利能力增长，并使其近几年价格与价值的背离更加严重。2012 年 11

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月 15 日，股价 6.13 元，静态市盈率 6.2 倍，动态市盈率仅约 4.6 倍，与其前三季度 35%的税后利润增长率形成巨大反差。

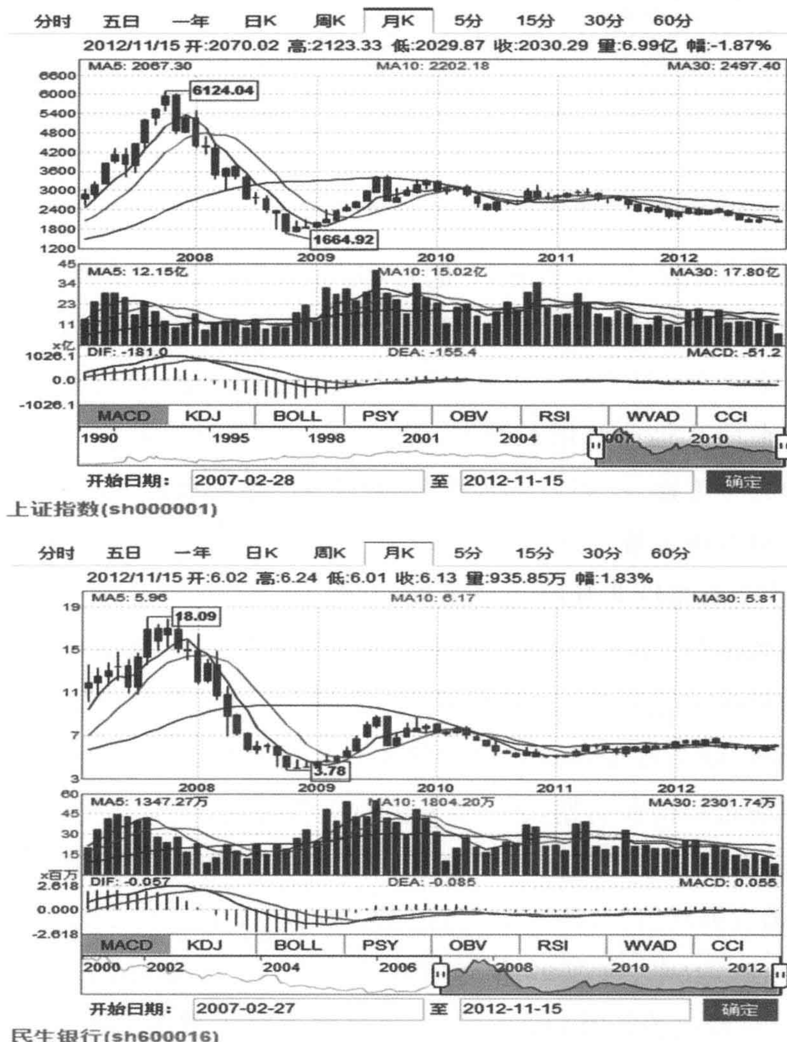


图 4.3 上证指数和民生银行股价月 K 线走势对比

2012 年沪、深股市一大奇观是，成长性并不差的银行业，却沦为市盈率最低的一个板块。究其原因，应该是 2008 年金融海啸以及欧债危机等，使得中国投资大众对银行业心存疑虑。其实，现在中国银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业的资产质量正处于历史最好时期。

中国银监会主席尚福林在十八大新闻中心接受记者采访，谈到关于银行不良贷款反弹问题时说道："银行资产质量整体上是稳定的，风险是可控的。商业银行的不良贷款率仍然维持在较低水平，和年初相比没有什么变化，0.97%的不良贷款率远低于全球1000家大银行的平均不良贷款比例水平。"

如果中国经济结构调整实现平稳过渡，预计银行股市盈率和盈利增长率存在的巨大反差，将会随市场情绪回归正常而实现价值的合理回归。在利率市场化大背景下，那些机制灵活、管理优异、有突出竞争优势的中小银行，将会在下一轮牛市中有不俗表现。

企业盈利能力增长是决定股价长期上升的根本性力量。找到价格低于价值且偏离程度最大，同时企业未来盈利可持续高增长的股票，是决定投资成败的关键。

当找到符合管理优异、成长潜力大、价值被显著低估这三位一体投资条件股票并买入后，只要作为投资基石的三大条件依然成立，就要有足够耐心坚守阵地。经常遇到的情况是，买入价值被显著低估的优异企业股票后，其价格可能会有一段时期低迷徘徊，甚至不涨反跌。这种窘境有时还会持续较长时期，很多人耐不住寂寞就忍痛"割爱"了。过了一段时间，该股开始回升，而且一涨再涨，涨得让你捶胸顿足、后悔不已。

巴菲特也时常会遇到建仓后跌去一截的股票，但他极富忍耐力，咬定青山不放松，一直守到漫山红遍。《华盛顿邮报》就是一个经典案例，他投入1060万美元买入的股票，一年后跌至800多万美元。但一旦回升后，持续很多年一涨再涨，为他带来几十倍投资回报。

彼得·林奇则主张只做自己熟悉的行业或企业的股票，最好做自己身边所熟悉的产品制造商股票。对于自己不熟悉的行业或企业股票，即使股价暴涨，也要抱着平常心看待。正如林奇所说，即使你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

错过一只涨了10倍的股票，其实你也没有损失什么。只要市场存在，永远都有机会。

理性投资，价值为王。尤其当整个市场对某一优势行业或企业过于悲观并显著低估其价值时，是最佳买入时机。市场恢复正常时，股票每股收益提升的同时，市盈率也会大幅提升至正常水平。双重因素的叠加将促使股价涨幅可观。公司持续成长的优势渐渐明朗，整个市场也会重新评估公司内在经营体质，使市盈率回归正常，这种情况可能促使股价上涨好几年，如1996年至1998年的四川长虹和深发展。

三、如何挑选优势企业

追寻卓越　远离平庸

优势企业，意味着卓越的成长性、竞争中的优势地位、良好的财务状况和优异的管理素质。如果你以被市场显著低估的价格，买到优势企业的股票，公司盈利能力的持续增长就会不断提升股票价值，股价自然会有强势表现。

尤其是优势行业中的龙头企业，若能在发展初期以适当价位买入，会给你带来意想不到的收益。微软、可口可乐、华盛顿邮报等龙头企业，使美国股市一批又一批投资者实现致富梦想。所以，在龙头企业的优势地位没有发生动摇时，长线持有是个不错的选择。

贪图便宜而选择平庸企业，是极为错误的。不但使投资收益平平，承受的风险也更大。激烈竞争会使平庸企业的生存愈加困难，业绩滑坡会使股价不断下降。

最佳选择是寻找刚刚形成气候、脱颖而出的企业。这类企业随后会有一段较长时期的强势表现。

美国证券投资之父本·格雷厄姆曾指出："当投资是以最靠近企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业的方式进行时，投资是最明智的。"这条原则道出了价值投资的精髓与实质。世界股王巴菲特的成功秘诀，正是遵循了其导师的这条原则。

热衷于图表、市场传言或跟庄操作的短线客，是以完全脱离企业的方式以赌决胜。他们认为股票不过是可以低买高卖以谋取差价的符号或工具，其本身有无价值并不重要。价值投资则是基于企业经营前景做出投资选择，即挑选盈利能力能持续快速增长的优异企业，并以适当的低价位买下其股票。

不可过于苛求低价，那样往往会错过一些优势企业，如东软集团、科大讯飞等，上市初期市盈率都高达三四十倍以上，而以当时价格买入，三年左右都可有五至十倍以上的投资回报。所以，关键是挑选到盈利持续快速增长的好企业，而不必刻意追求低价位。因为股票的内在价值，很难精确定位，市盈率三四十倍的绩优小盘股，股价相对于其价值可能仍偏低；而业绩平平没有成长性的大盘股，可能一二十倍的市盈率，股价就已偏高。

挑选优势企业，也就是寻找能长期保持盈利快速增长的企业，这需要对其经营内外部环境因素进行综合分析。公司分析直接关系到目标企业选择，是价值投资的核心和关键。公司分析要对企业管理素质、财务状况、技术领先优势、市场发展潜力等综合评估，再以此为基础对公司未来收益做出预测，并通过对市盈率与盈利增长率的权衡做出投资决策。

三位一体的选股条件

价格围绕价值波动，是被实践所证明的一条基本规律。所以，稳操胜券的最可靠方法，就是通过对公司精细分析后抓住几张好牌——当管理优异、成长潜力大的公司因整个市场误判而价值被严重低估时，要敢于不失时机地大举投资。市场的错误解读必然导致

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个极不合理的超低市盈率，企业未来盈利增长和市盈率因回归理性而提升的双重力量，将使股价在未来很多年大幅上涨。

无论是菲利普·费雪挑选企业的15要点，还是巴菲特选择企业的12定律，对于盈利持续快速增长的成长股选股策略都可归于如下三大条件：管理优异，成长潜力大，价值被市场显著低估。

优异的管理是实现盈利持续快速增长的重要保障。在当今竞争激烈的时代，企业若要长期保持以显著高于行业平均水平的增长率增长，优异的管理是其重要保障。高管层独具特色的战略眼光和市场定位，富有挑战的公平激励机制对员工潜能的充分开发，不断推出的深受市场青睐的高性价比产品，发挥到极致的成本控制和市场拓展能力，高明的财务运作和风险控制能力等，一切都归于优异的管理。

成长潜力大，是企业长期保持盈利持续快速增长的重要基础。长期持续的盈利快速增长，是实现价值大幅提升和投资高额回报的必要条件。在第三章"复利的神奇力量"部分对此已有详尽论述。

所谓成长股，是指其业绩增长超过行业平均水平的个股。从广义的概念来讲，只要公司经营业绩有所增长，就具备一定的成长性。要找到处于成长初期的优异企业却并不容易，仅仅是基于概念而对未来成长的预期，这样做出的投资决策风险很大。当企业业绩记录开始显示出快速增长势头时，则比仅仅基于概念的判断可靠性大为增加。成长空间是由需求决定的，成长性企业应善于抓住复杂多变的市场需求潮流的变化。

行业和企业都会经历初生期、成长期、成熟期、衰退期等阶段。选择"优势行业中的优势企业"，也就是要选择处于成长期行业中的杰出企业。

企业的成长犹如一棵树，从一棵小苗，到抽出主要枝干，随后变得枝繁叶茂，直到长成参天大树。企业的发展从初期单一的几种产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品、很小的规模和占据极为有限的局部市场，到不断丰富延伸产品线和扩张规模，市场布局也逐渐覆盖到全国乃至全球。

我们想要的企业，其产品和服务要在未来几年乃至十年以上，营业收入和盈利能持续大幅增长。需要认真思考的是，企业的主营业务所处行业是否处于扩张期。这一点可以看这个行业参照发达国家在整体经济中的地位。例如，第三产业在我国仅占 GDP 的 43%，而发达国家一般在 70%以上，这表明我国第三产业在未来有相对更大的成长空间。

行业处于成长期，尤其是成长初期时，该行业的大多数企业都会有较好的业绩增长。成长后期由于竞争加剧，企业业绩增长将更加依靠其优异的管理。业绩增长若主要依靠其优异的管理，则要更关注企业的管理状态是否出色及能否保持并持续提升等。

若企业管理状态出现偏离，成长亦将难以持续。尤其当整个行业出现体制机制、营销模式或技术更新换代时，应对最好的企业将会成为行业成长最快的公司。

盈利持续快速成长企业股票，市场长期表现最精彩，并可以长期获得持续高额投资收益回报，是价值投资者的首选目标。被誉为投资之神的彼得·林奇曾说道："快速增长型公司是我最喜欢的投资类型之一，这种公司的特点是规模小，年增长率为 20%～25%，有活力，有创新精神。如果你仔细挑选，就会发现这类公司中蕴藏着大量能涨 10 至 40 倍，甚至是 200 倍的股票。"

正快速融入世界经济的中国，未来十年内仍将是全球经济中增长最快、发展潜力巨大的投资热土。中国上市公司在参与全球经济竞争中，肯定会有一批企业脱颖而出。20 世纪 80 年代中期的微软，是一个注册资本仅 200 万美元的小公司，短短十几年却成长为超级巨人。上市初期即使是投入 3000 美元买 100 股的小散户，长线投资的结果也都早已成为百万富翁。中国社会政治、经济环境若能持续稳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定发展，未来十年也一定会有一批企业成长为世界级巨人。

价值被市场显著低估是投资获取高收益的必要前提。我们知道，商品打折销售可能是出于产品存在缺陷或产品断码，也可能是由于定价过高的销售策略。无论如何，价格一般不会低到亏本销售，除非企业资金紧张或出于某些特别的原因。

然而，在股票市场却经常会出现股票价格大幅低于其价值的情况。而且，这种情况还经常发生在一些体质优良、管理优异的企业身上。往往由于投资者过于悲观的情绪，而导致优异企业股票按其价值被大幅打折出售。如果一个成长性好、管理优异的公司，经营状况符合预期，确认其并不存在严重问题，而价值却被市场严重低估，那就是市场在犯错误，此时恰恰为价值投资者提供了难得的机遇。

买价决定收益率。买入价格越低，未来收益率就越高。由于某些特别的原因，当整个市场对某一优势行业或企业过于低估时，是极佳买入时机。当公司盈利持续快速增长的优势渐渐明朗，整个市场将会重新评估公司的内在经营机制和外部环境因素的影响，从而导致市盈率回归正常。这种情况经常会促使股价持续上涨好几年。

寻找到价值被显著低估股票的前提，是要正确判断出股票价值。正确判断股票价值，需要对企业经营的各个方面进行细致分析和综合评估，并以此为基础对企业的未来盈利增长进行预估，再选择适当方法对股票价值进行定量分析。

当经过深入细致地分析和思考，选到符合三位一体条件的股票后，不宜轻易卖出。价值投资往往是一个不平坦的旅途，有时会遇到基本面风浪、价格涨跌的颠簸和各种各样的困扰。对整体经济的担心，对政策变化的忧虑，对竞争恶化的恐惧等是价值投资者必须要面对的。

预言家们的预判结论一般没有什么价值，只要你认清公司经营持续良性发展的大格局没有发生改变，就不必为某些莫须有的猜测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

放弃一个极佳投资机会。很多人受持续低迷行情的影响，担心预言家们耸人听闻的猜测或预判成为现实，过早卖出优异企业股票，浮云散去时只好大幅加价买回，或者错失成长数倍乃至数十倍的大好机会。

基于综合业绩数据的总体判断

反映公司经营业绩的一些数据，综合体现企业一定管理水平下的经营成果，如营业收入和税后利润的各年增长情况，净资产收益率及变化情况，应收账款和库存变化等。对上市银行而言，净息差、拨备覆盖率、核心资本充足率、不良贷款率及不良贷款余额等都是要持续跟踪关注的重要指标。

在股票市场，很多人经常会为他们并不真正了解的某个神秘而充满诱惑力的好故事或题材股票付出高昂代价，而对自己熟悉或可以理解，并且有扎实业绩增长数据支撑的好公司股票一再忽视。在公司经营业绩还是虚拟的概念化阶段买股票，是非常危险的。这样的案例很多，重庆啤酒可以说是一个典型代表。这类股票只宜关注，不宜行动。

当一个好题材或故事开始变成收入和盈利增长数据时，再付诸行动就可大幅降低风险。价值投资者应坚持这样的准则，无论有什么好题材或故事的股票，也要等到有数据说话时再行动。宁愿失去机会，也不应该在题材或故事虚无缥缈的概念化阶段投资。

管理优异、成长潜力大的公司，其最近两三年经营业绩应有不俗表现。因此，设一个收入和盈利增长率门槛（如20%以上），可能就淘汰了一大半公司。一个行业中真正优异的企业，往往不过两三家。

当你发现一个值得投资的企业或行业时，一般应先观察这个行业所有企业近三年的业绩及增长情况，再结合股价就可挑选出三至五家成长性好、价值被低估的企业，再对各个指标细化比较。细化比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较应把时间尽量拉长，从募股上市以来的资料都应仔细阅读，尤其要仔细阅读招股说明书，因为它涉及公司经营业务的所有内外部环境因素。

一般应对近十年业绩数据做比较分析，这样比下来，你就会知道哪家企业曾经成长得很快，但近两年大幅减速了；哪家企业曾经成长得较慢，但近两年却显著加速了；哪家企业一直跑得很好，近两年甚至还稍稍提速等。对反映资产质量和风险管理水平指标的比较，也可发现其正在提升还是下降。

量化数据比较后，再对企业经营的各个方面，如发展战略、激励机制、产品研发和技术、成本控制、市场营销、管理创新、财务运作等进行比较分析，目光就会逐渐聚集到两至三家，最后锁定一家。

在我开始关注银行业时，首先进入视野的是招商银行，在进行比较后，发现其近年业绩增长减速迹象明显。看完银行业的近年年报后，发现成长性有特色的还有民生银行、华夏银行、兴业银行等。当对反映盈利能力的税后利润指标进行十多年跟踪比较后，发现另外三家银行近年盈利成长性均更优。

表 4.4 几家高成长银行股税后利润增长情况比较 单位:亿元

银行名称	时间	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012前三季
工商银行	税后利润			224	308	374	488	813	1108	1286	1652	2083	1856
	增长(%)				37.5	21.4	30.5	66.6	36.3	16.1	28.5	26.1	13.3
招商银行	税后利润	14.3	17	22	31	38	71	152	211	182	258	361	348
	增长(%)	78.8	18.9	29.4	40.9	22.6	86.8	114	38.8	−13.7	41.8	40.0	22.6
民生银行	税后利润	6.5	8.9	13.9	20.4	27.0	38.3	63.4	78.9	121	176	279	288
	增长(%)	50.6	37.7	56.1	46.5	32.6	41.8	65.3	24.5	53.5	45.3	58.8	34.7
兴业银行	税后利润			14.3	17.7	24.7	38.0	85.9	114	133	185	255	263
	增长(%)				23.2	39.6	54.1	126	32.3	16.6	39.5	38.2	40.2
华夏银行	税后利润	6.4	7.1	8.0	10.2	12.9	14.6	21.0	30.7	37.0	59.9	92.2	91.8
	增长(%)	68.4	10.9	12.7	27.5	26.5	13.2	43.8	46.2	20.5	61.9	53.9	40.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过对上述几家银行近十二年定期报告和相关信息的仔细研读，可以发现增长速度有明显差异。工商银行、招商银行、民生银行、兴业银行和华夏银行2011年税后利润依次为2003年税后利润的9.3倍、16.4倍、20.1倍、17.8倍和11.5倍，经营规模中等的招商银行、民生银行和兴业银行盈利增速显著高于龙头老大工商银行和规模相对最小的华夏银行。“大笨象”级的工商银行增速最低，且2012年前三季度同比增速进一步大幅下降为大约仅有上年增速的一半；经营规模排第二、第三的招商银行和民生银行，2012年前三季度盈利同比增速相比上年度也有较大下降，尤其招商银行增速下降更大；华夏银行2012年前三季度盈利同比增速虽有所下降，但仍高达40.4%，为五家上市银行增速之首；唯一一家税后利润增速有所上升的，是五家银行中经营规模排第四的兴业银行，在经济减速和利率市场化双重压力下，还能提升盈利增速实属不易。

若仔细研究企业公布的业绩报告和相关资料，你可以发现各家银行业绩增长各有其内在原因。有的银行增长率虽高，但却以拨备计提力度减弱而释放以前年度的利润；有的银行虽拨备计提增加后，仍有出色盈利增长，是实实在在含金量更高的增长。

银行业由于2008年发达国家的金融危机而持续受到投资大众冷落，是目前沪、深股市市盈率最低的行业板块。其中，在利率市场化大背景下经营机制灵活、管理优异、有突出竞争优势的中小银行将会在下一轮牛市中有不俗表现。

仔细阅读上述企业定期报告和相关信息资料后，你还可以发现各个成长加速的银行，都有领先的理念和优异的管理，并且都在业务转型和创新方面有出色表现。

需要指出的是，综合性业绩指标数据，并不一定完全反映企业的现在和未来，企业定期报告及相关信息中的一些定性陈述，往往潜藏着一些重要信息。将数据的分析与研读公司定期报告及相关信息结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合起来，就可以完整地了解和理解目标企业，并可以判定哪家企业有更大竞争优势。

对管理层基本素质的判断

一个有激情、有凝聚力的管理团队，是企业成功的重要因素。人的潜能巨大，一个切实可行的公平竞争激励机制，有助于人的潜能充分开发利用。很多企业能够获得迅猛发展，往往都和最高管理者以及他所带领的一个勇于面对挑战、积极开拓进取的团队密不可分。所以，管理者队伍中的最高决策层，是最重要的考察对象。

管理团队是不是开拓进取、高效运作？对股东是否正直、坦诚？是否以企业长期利益最大化为经营宗旨？是否具有强烈进取心和创新意识？经营机制有没有活力，能否充分开发人的潜能？人才引进和培训是否瞄准世界一流？经营发展战略在为一个什么样的目标做准备？……这些问题都是考察企业管理是否优异的重要方面。

诚信、务实，以企业长期利益最大化为经营宗旨，是经营决策者基本的道德素质。公司由一帮没有诚信的人所把持，是股东最大的风险。从原野（现为世纪星源）、琼民源（现为中关村）、ST 郑百文、亿安科技、银广厦……，到因涉嫌欺诈上市将被依法处理的“创业板造假第一股”万福生科，一个又一个所谓题材、故事的致命诱惑，使落入圈套的投资者近乎陷于绝境。沪、深股市二十多年来，投资者被欺骗、坑害的案例层出不穷，加强规范与监管，只不过使此类案件得到控制，少一些而已。投资者更重要的是要提高判断能力，以防落入陷阱。

战略定位正确、有开拓创新能力、管理高效和善于应对市场变化的挑战，是经营决策者重要的业务素质。当今世界变化速度愈来愈快，只有未雨绸缪，才能适时应变，在竞争中保持优势。目光短浅、不思进取的公司，面对突然变化难免会措手不及。民生银行近十年业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绩非凡增长的背后，其卓越的管理从其人员培训的高起点、高标准和领先业界的事业部制改革均可见一斑。

2006年初，民生银行启动了一个长达三年的高管团队培训计划，涉及各地支行中层以上所有管理人员，人数占到民生银行当时员工的1/8。该培训项目在香港大学和新加坡南洋理工大学同时进行，人均花费十几万港币，整个项目耗资上亿元。耗资如此巨大曾让部分股东感到不理解。董事长董文标解释到，深入感受一下国外的金融环境，有益于这些决定民生银行改革成败的管理人员开拓思路。他认为，如果这1/8的员工没有进行知识更新，带着陈旧的观点和思维惯性，企业的改革就不可能成功。

“受体制和业务流程所限，一些利润丰厚的项目，我们看到了，抓住了，最后却不得不拱手让出，成为外资银行的‘盘中餐’。”民生银行贸易金融总裁林治洪在接受记者采访时颇有感触。外资银行的多年从业经历，让他深刻感受到灵活的体制、高效的运作模式对银行的重要性。

长期以来，中资银行在追求规模扩张、以赚取存贷款利差作为银行主要收入来源的经营模式下，形成了按区域划分、“总行—分行—支行”的管理体制。这种体制所带来的行政化色彩、条块分割、运作低效和管理粗放，不符合现代商业银行市场化、专业化、扁平化、以利润为中心的经营模式要求。因此，借鉴国际银行业成功经验，推行事业部制改革，实施公司化运作，是民生银行打造核心竞争优势的关键之举。民生银行从贸易金融部、投资银行部、工商企业金融部、金融市场部等率先开始的事业部制改革，被业内人士看作是对银行传统业务流程和治理架构的一次颠覆，意义非同寻常，受到了业内同行的高度关注，成为中资银行探索事业部制改革进程中的“第一个吃螃蟹者”。

越是竞争激烈的行业，出色的经营管理能力越显重要。对一家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司经营管理者素质的分析和判断，至少与对业绩数据的量化分析同等重要。尤其是竞争充分的产品领域，管理层是否优异，决定着公司竞争优势地位高低。比较一个行业的两家公司，要比比其董事长和总经理的经营理念和管理水平，看看他们说过些什么、做了些什么以及效果如何，确定的目标完成的如何等。人与人之间，往往共同点很多，但差异也很巨大。有的企业家抱负远大，目标是进入世界500强或成为技术、规模等领先的世界级行业龙头企业。然而，小富即安、得过且过的小企业主却也不在少数。企业董事长和总经理，往往决定着公司经营的成败。商品经济发展历程中，国内外均有大量案例揭示杰出企业成长中，商业领袖人物的巨大影响力。因为，这将关系到公司有一个什么样的远大目标，这个目标是否切实可行及是否值得投资者长期投资等。

公司团队合作情况和人际关系是否和谐，是成功企业不可或缺的要素。好的管理，成员间精诚团结、分工明确，形成一加一大于二的合力。如果管理层有内耗或劳资关系恶劣，这样的公司即便有一时的繁荣，也必将难以为继。如果体制机制不公平或缺乏激励，必然留不住一流人才，也就不可能赢得长期竞争优势。若公司董事长和总经理有矛盾、关系紧张或各行其是，整个团队也很难齐心合力。高管层对公司管理举足轻重，他们也影响到整个管理团队的状态，这对公司诸多管理决策的制定和实施势必产生重大影响。

现代企业的竞争，实际上是体制、机制和人才的竞争。管理优异的企业，会在产品研发、市场营销、财务运作等诸多方面都有突出的竞争优势。而其突出竞争优势的背后，是由于公司拥有一流的人才队伍。公司的体制、机制及企业文化若充满生机与活力，就能吸引和留住一流人才，并使人的潜能发挥到极致。而且，这样的公司，往往都有一个充满激情、决策果敢、高瞻远瞩及市场定位精准的商业领军人物以及他所带领的一个管理团队。经营出色的公司，往往都极为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重视并不断提升业务人员和管理层素质。聪明的高管层都明白，现代企业竞争中，人的因素是第一位的。

管理优异的公司，一般主要从公司内部选拔人才。因为公司多年的成功经营，已经逐渐形成独具特色并符合自己需要的经营思路和管理模式。公司高管层经常变动，并需要从外部引进人才的公司，往往是其管理不够好或存在危机的预兆。这时财务报表数据虽好，往往是短期的，或是表面文章而已。

我在2010年买入创业板上市股长城集团。受招股说明书所渲染的过于乐观格调影响，是促使我买入的一个主要原因。买入后，却发现其业绩报告与预期有较大差距。而且，每年的第四季度业绩实在令人费解，见表4.5。

表4.5 长城集团近两年业绩情况 单位：万元

时 间	营业收入	税后利润
2010年一季度	7 402	1 115
2010年二季度	10 320	1 621
2010年三季度	10 410	1 154
2010年四季度	7 578	−622
2011年一季度	7 591	1 176
2011年二季度	10 503	1 691
2011年三季度	12 584	1 605
2011年四季度	10 116	−698
2012年一季度	11 623	1 277
2012年二季度	9 286	873
2012年三季度	8 239	664
2012年四季度	7 983	−767

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长城集团2010年6月25日在深交所创业板上市，成为国内第一家主营艺术陶瓷的上市公司，上市募集资金到账金额为48 037.50万元。从附录二可以看到，至2010年末，我持有的长城集团股票占全部账户总价值的67.1%，查阅交易记录是2010年11月23日和12月10日两笔，买入平均价24.69元。买入依据主要是其三季报显示的强劲增长势头，以下是对三季报的原始摘录：

业务回顾：报告期内，公司业务继续保持稳定快速增长，实现营业收入10 410万元，同比增长35.85%；实现净利润1154万元，同比增长365.38%。2010年1～9月，公司共实现营业收入28 132万元，同比增长28.36%，其中内销较去年同期增长39.74%，外销较去年同期增长26.88%；公司实现营业利润4331万元，较上年同期增长39.79%，营业利润增幅高于收入增幅，主要是成本控制措施得力、工艺流程不断优化，从而降低了成本，其次是内销销售增长幅度较大，内销毛利较高；实现净利润3890万元，同比增长67.64%。

公司2010年三季度营业收入10 410万元、税后利润1154万元，比上年同期增长35.85%和365.38%，盈利增长相当惊人。公司招股说明书对其主业艺术陶瓷的发展前景也是极为乐观的，所以三季度的爆发性增长让我产生误判，认为艺术陶瓷的高增长期到来，作为艺术陶瓷上市第一股，其成长前景不可限量。

然而，世事难料，其2011年4月25日公布的2010年年度报告业绩却大变脸，全年净利润仅3268万元，比上年同期下降26.81%。2010年年报提到："净利润下降主要是部分上市发行时的广告费、路演费、酒会费共计15 591 800元，按政策要求转入当期损益所致。"

2010年12月28日，财政部财会[2010]25号文《财政部关于执行企业会计准则的上市公司和非上市企业做好2010年年报工作的通知》第七条，上市公司的发行费用将"区别对待"。其中，发行权益性证券过程中发生的广告费、路演费、上市酒会费等费用，应当计入当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期损益。执行时间自 2010 年 1 月 1 日起。如果不是这个缘故，我会在年报公布后几日内卖出全部持股，那样损失会少很多。

2011 年初，该公司在淘宝网站上开了一个长城旗舰店做网络营销，我对其销售情况做了近半年跟踪统计后，发现其网络营销基本上是失败的，远不如同行那些没上市企业做得好，这让我感觉公司管理上存在问题。

2011 年 5 月中旬，参加其 2010 年度股东大会时，对公司进行了实地考察和调研，我才发现其高管层变动很大，营销主管刚从其他行业空降调入，市场规划和建设基本上重新开始。企业重建管理团队或营销团队面临很大风险，投资者遇到这样的情况，有必要重新对自己买入时的判断进行分析，若有偏差则要尽快纠正。参加股东大会后，我又对深圳、广州、合肥等地的艺术陶瓷市场进行实地考察调研，发现市场实际状况并不乐观，竞争导致艺术陶瓷经营很困难，需求又一直不温不火。下半年，我终于对这个亏损股艰难地进行清仓了断，这时亏损已超过 30%。

这一次的教训让我认识到，做投资决策时，切不可为短期一两个季度的突出业绩而对其误判引发冲动性投资欲望，也注意不要被公司披露的信息资料和气氛渲染所迷惑，尤其对其所描述的美好蓝图不可轻易相信，这些对未来的憧憬不过是需要时间来验证的“期货”，且容易导致误判。

另外，公司招股上市时，通常都会通过一些会计处理手段，将其业绩尽力粉饰得漂亮些，以此吸引投资者以较高的价格（市盈率）购买其股票。所以，对经营业绩切不可仅看短期一两个季度，而要看其长期一贯表现。长城集团上市以来的定期报告，至今也一直是“雾里看花”。从表 4.5 可见，公司每年前三个季度都是正常盈利，唯独到第四季度业绩大变脸。如果说长城集团 2010 年第四季度亏损是由于财政部财会[2010]25 号文要求的 1559 万元发行广告费、路演费、上市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

酒会费等费用所致，2011 年和 2012 年没有任何此类费用为何依然如故？单从正常的经营因素恐怕难以对此做出解释。所以，要在一个较长时期观察公司高管层是怎么说的，他说的又兑现了多少，他做的结果即经营业绩如何等。

对企业管理水平和人才素质的判断虽然难以量化，但却尤为重要。企业经营有时候诸事顺利、业绩喜人，有时候也会遇到一些困扰或压力，经营业绩也难免会出现短期波动。无论是好事不断还是困扰连连，管理层是直面相对、客观相告，还是诸事顺利时夸夸其谈，遇到困扰或问题时则避而不谈或是淡化处理，甚至是故意隐匿。这关乎管理层的道德素质和对企业是否有信心。坦诚面对显示管理层的诚信、自信，投资者对这样的公司应该有信心。反之，则表明管理层道德素质存在欠缺，也缺乏勇气和自信。此类公司即使目前处境尚可，长期发展也不能让股东放心。公司管理层的道德素质至关重要，因为他们直接掌握公司实际运作的大权，若是心存不轨，则完全有办法采取种种手段侵吞股东利益，投资者应对此类公司敬而远之。

由于缺乏直接接触的机会，如何分析管理者素质，对普通投资者来说，是较为困难的。但从上市公司及有关媒体披露的大量公开资料，还是可以做出一定判断。例如，公司的募股项目，是不是经常变换；公司的盈利预测，与实际相比是保守、稳健，还是过于乐观；公司对股东资产，是不是没什么道理地挪做他用（如三九医药等），或是为其他不相关的企业做贷款担保等。

投资者也可以从有关媒体的报道对公司的内外部环境进行考察。一般来说，若一家公司的管理人员变动或人才流动频繁，则公司存在问题的可能性较大。

专业机构或职业投资人有条件深入企业考察，普通投资者则主要通过媒体的相关报道去感觉和判断。参加股东大会是一个了解高管层人员的途径，他们一般会说出一些发展思路和策略，回答股东提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出的一些问题。“百闻不如一见”，通过面对面的交流去观察高管层人员业务和道德素质，会给人以更加直观的感受。

产品研发和技术领先优势分析

竞争使社会经济发展充满活力，消费者可以不断购买到更高性价比的产品，即用更少的付出获得更好的商品和服务。然而，恶性竞争却常使企业面临灾难，有时甚至是毁灭性的。我国纺织业上世纪90年代面临的困境，后来轮到了彩电业。龙头企业长虹、康佳都曾处于亏损或亏损的边缘。竞争迫使企业不断推出更符合消费者需求或更高性价比的产品，企业研发和产品技术的落后，在激烈竞争中将面临被淘汰的风险。

显然，有技术领先优势的企业，在竞争中占据有利地位，并不断把高利润新产品投放市场。技术垄断如同一座“收费桥”，下游企业舍此别无更好选择。

一家目光远大、立足长远的企业，将会极为重视产品研发和技术的重大改进，因为这对其确立长期竞争优势至关重要，这能确保这家企业盈利增长持续多年远高于行业平均水平。而忽视产品研发和技术变革的企业，或早或晚会遇到麻烦。

管理优异的企业应能够持续改善产品质量和性能及丰富产品线，并通过改进营销模式和管理创新，迎合不断变化的市场需求，以保持和不断扩大竞争优势。这样的企业，就会以业绩持续快速增长给股东带来丰厚回报。

单一产品线，随时可能会由于竞争者涌入而导致高利润率下降；新产品进入市场，老产品地位必然下降甚至面临被淘汰的风险；管理或营销模式创新的成功，可提升企业竞争力。围绕主业的新产品开发，在丰富产品线的同时将占领更多市场。这好比一棵树围绕主干不断长出新枝，枝繁叶茂才能结出更多果实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国内外大量案例证明，偏离主业的盲目多种经营风险很大，彼得·林奇称之为“多元化恶化”。跨越不同行业，甚至是不相关的新行业，其结果往往是新的没做好，老产品竞争地位也渐渐不保。而当市场趋于饱和时，及时开发换代产品、转移市场或进军新产业等不同选择，体现管理层的战略眼光和市场应变能力。

当今世界，科技进步不断改变着人们的消费习惯、生活和工作方式。进攻是最好的防御，只有以市场为中心、以消费需求为导向而不断推出更好产品和服务的公司，才能不断拓展业务和扩张市场，盈利能力才能不断增长。不思进取、缺乏危机意识的公司，早晚会遇到问题而走向衰落。激烈竞争使企业经营如逆水行舟，不进则退。

对企业产品研发和技术领先优势的判断，要将定性与定量分析结合起来考虑。从大量文字性陈述了解企业是否为长期利益最大化而真正重视管理创新、技术研发及新产品开发，从过去和正在做的事情中去寻找答案。例如，公司研发和产品设计的起点是否从分析和规划市场需求入手？是否充分挖掘了市场需求兴奋点？技术研发和市场营销人员是否充分沟通和密切配合？这些方面下了多少工夫，将直接决定未来投放市场的产品是否符合消费需求及竞争力如何等。

从数据可观察研发投入在主营收入中占的比例是逐年上升还是下降，新产品投放市场或管理创新运营后带来的业绩变化等。也可以对同行业企业研发投入占主营收入比例进行比较，但需要注意的是要看清各个企业成本核算方法是否基本相同，若差异性大，由于成本费用计算标准不同则难以类比。

数据往往只反映历史和现在，仅凭这些并不能帮助我们看清企业未来。例如，企业为谋取长期利益最大化而正在做出的诸多努力，如机制转换、业务转型、流程优化、研发投入、市场开拓和新项目开发等，往往需要若干年后才能从综合性业绩指标中得到体现。

追求短期利益，往往使企业失去更大的长期利益。投资者过于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迷信数据，也会错失一些重大机会。

财务分析——发现数字背后的玄机

财务分析为股票价值的定量估测提供重要依据。财务报表主要由资产负债表、利润表、现金流量表等构成，这是分析一家上市公司财务状况的最基本资料。

财务分析中，可以对净资产收益率、主营业务收入、主营业务利润、税后利润、现金流、每股收益、每股净资产等指标的成长性进行分析，并通过分析挑选出成长性好的企业。

对投资者来说盈利能力至关重要。利润不是保留下来，就是发放股利给股东，两者都会影响到股票价值。投资者可以通过纵向比较，考察企业盈利能力的变化，并对盈利变化原因及有无持续性进行分析。通常可以通过以下一些指标的考察进行判断：

主营业务利润率＝主营业务利润/主营业务收入

税后利润率＝税后利润/主营业务收入

股东权益报酬率(净资产收益率)＝税后利润/股东权益

考察盈利能力，并不是将上述指标简单比较，而是结合企业现状和发展战略，对其未来前景进行判断。

很多投资者往往只关注每股收益或税后利润，实际上，更应关注主营业务收入和主营业务利润，或者是扣除非经常性损益后的净利润。因为，税后利润中含有股权转让收益、投资收益等，而这些收益往往缺少连续性，甚至就是一次性收益。主营业务收入和主营业务利润，则代表公司较为稳定的长期收入和盈利能力。例如，天大天财2001年中期税后利润为3464.7万元，比上年同期的2981.6万元增长了16.2%。但其2001年中期扣除非经常性损益后的净利润仅为1784.4万元，比上年同期的2571.7万元还下降了30.6%。显然，这样的业绩难免让人不放心。公司2001年中期的非经常性损益中，仅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

转让股权收益一项，即高达 2000 万元，而该项收益是一次性的，其含金量与主营业务收入和主营业务利润不能相提并论。

利润率或收益率的高低，是公司盈利能力和管理水平的综合体现。考察盈利能力还应关注净资产收益率，这一指标若呈上升趋势，表明企业盈利能力在提高，反之则在下降。分析时，应注意剔除增资扩股影响。由于增资而引起的净资产收益率的暂时下降，并不表明企业盈利能力下降。当新增资产项目投入正常运作时，才能反映企业真正的资产盈利能力。净资产收益率指标综合反映股东资产盈利能力及其增减状况，即使同一行业的上市公司，该指标差异也往往很大。

表 4.6　16 家 A 股上市银行加权平均净资产收益率

公司简称	2010 年净资产收益率(%)	2011 年净资产收益率(%)	2012 年净资产收益率(%)
工商银行	22.79	23.44	23.02
建设银行	22.61	22.51	21.98
农业银行	22.49	20.46	20.74
中国银行	18.87	18.27	18.10
交通银行	20.08	20.49	18.43
招商银行	21.75	24.17	24.78
民生银行	18.29	23.95	25.24
中信银行	19.24	21.07	16.70
兴业银行	24.64	24.67	26.65
浦发银行	23.27	20.07	20.95
华夏银行	18.25	17.44	18.50
平安银行	23.32	20.32	16.78
宁波银行	20.53	18.81	19.97
南京银行	17.21	15.87	17.35
北京银行	17.00	19.00	18.00
光大银行	20.99	20.44	22.54

从表 4.6 可见，2012 年度加权平均净资产收益率，最高的兴业银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行为 26.65%，最低的中信银行仅有 16.70%。该项指标变化情况也是有的上升，有的下降，有的基本持平。应尽量选择净资产收益率高且保持稳定或上升的企业。

高利润率或净资产收益率的企业，体现其综合竞争优势，是价值投资者的首选目标。当公司该项指标已经有较高水平，但仍有持续提升趋势时，更应该引起价值投资者的关注。公司盈利能力在高盈利水平上的持续增长，如果不是公司加大财务杠杆或放宽其他风险容忍度，则表明其产品服务和管理水平进一步提升，也表明其竞争优势进一步扩大。

能让价值投资者获得惊人回报的公司，往往都是在行业内保持相对偏高甚至是最高利润率或净资产收益率的企业。可考察公司该项指标过去年度是否稳定及是否仍在提升等。若该项指标出现下降，要分析是公司竞争地位在渐渐失去，还是其为未来长期更高增长而做的调整，如业务转型、研发投入加大、开拓新市场、管理创新等。道理很简单，一辆高速行驶的车辆换车轮或改进驱动机制时，短期内成长减速往往是不得不付出的代价。调整时间短、付出代价小的企业，显示其优异的管理水平。

持续致力于为提升利润率或净资产收益率而不懈努力，并付诸行动的公司，是价值投资者关注的重要目标。

财务分析，要关注利润率和净资产收益率及其变化情况，也要对经营现金流和收益影响较大的其他一些指标如资产负债率、经营净现金流量、流动比率、速动比率、应收账款、存货、货币资金、固定资产占比等予以密切关注。

1. 资产负债率

$$资产负债率 = \frac{负债总额}{资产总额} \times 100\%$$

资产负债率表明公司总资产中，债务所占的比例。这一指标以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不超过30%为宜。资产负债率过大，表明公司经营风险较大，容易陷入债务危机；资产负债率过低，表明公司的经营风格较为稳健或保守。

2. 流动比率

$$流动比率=\frac{流动资产}{流动负债}$$

流动比率大于1较为适当。该指标若过高，说明公司资金没有有效地利用，影响到公司的收益；该项指标若过低，则表明公司短期偿债能力不足。

对某一行业属于常态的流动比率，不见得适用于另一行业。例如，公用事业的流动比率通常低于1，但因其应收账款品质良好，几乎全部应收账款都能收回。因此，此类公司流动比率偏低并无多大问题。若是一家周期性公司，一旦经济景气下降，就有可能出现严重后果。

3. 速动比率

$$速动比率=\frac{流动资金-存货-预付款}{流动负债}$$

该指标反映企业即期偿债能力，即企业短期内取得现金偿还短期债务的能力。该指标值为略大于1较为适当，过低则表明公司存在短期偿债风险。

4. 应收账款

应收账款，尤其是一年以上应收账款若过大，则有可能成为坏账而不能收回，公司的收益和净资产将因此受到损失。考察时，应注意应收账款情况是在改善，还是在不断趋于恶化。

5. 经营活动产生的净现金流量

该项指标表明，公司获取的是实实在在的变现后盈利，还是仅仅为账面盈利。例如，股价上升出现盈利，但只要股票未抛出变现，盈利则仅仅是账面上的。企业经营的道理也大致相似。该项指标若为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

负，表明企业盈利还仅仅是账面上的，能否成为实实在在的收益还有待观察。

对于银行业上市公司，则应重点关注净资产收益率、资本充足率、核心资本充足率、贷款拨备率、拨备覆盖率、不良贷款率、逾期贷款、净利差、净息差等指标的变化情况。见表 4.7。

表 4.7 几家上市银行 2012 年中报主要财务指标比较

公司简称	民生银行	兴业银行	华夏银行	招商银行	工商银行
净资产收益率(%)	13.44	13.81	9.09	13.50	12.16
资本充足率(%)	11.36	11.25	11.30	11.55	13.56
核心资本充足率(%)	8.41	8.36	8.42	8.32	10.38
贷款拨备率(%)	2.43	1.82	2.84	2.24	2.51
拨备覆盖率(%)	352.36	455.95	335.45	404.03	281.40
不良贷款率(%)	0.69	0.40	0.85	0.56	0.89
逾期贷款(亿元)	168.5	85	58.6	188.3	1416.2
逾期贷款本期增量(亿元)	65.3	22	44.8	136.2	1078.1
净利差(%)	2.93	2.59	2.96	2.48	
净息差(%)	3.14	2.80	2.80	3.11	2.66

企业竞争优势分析

现代经济社会的商品竞争愈来愈激烈。只有在竞争中占据优势，才能获取更多的市场份额，并保持盈利能力的持续增长。一家公司能否有出色业绩，和它有无竞争优势密切相关。

企业的竞争优势，一般表现在两个方面。其一，技术的垄断性。其二，市场的垄断性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

垄断是竞争优势的一种极端状态，垄断使企业控制了商品的价格，在产品维持高价的同时也不会失去市场，仍能获得极为丰厚的收益。彼得·林奇曾说:“坦白地说，如果我能够发现一些每年增长率高达20%到25%，并且能够主宰市场份额的公司，我会将100%的资金都投到它的身上。”

激烈竞争会冲击企业的垄断地位，并导致价格不断下降，从而不断压缩企业的利润空间。如果一个企业具有垄断技术或产品，那么它在市场竞争中显然占据优势，企业增长潜力不言而喻。公司相对于竞争对手，有没有突出的竞争优势，且对手在短期内难以企及和模仿，这对企业能否长期保持盈利高增长至关重要。确保公司长期竞争优势的最佳策略，是依托公司优异的管理以确保其产品和服务的领先优势。例如，中小企业融资是长期困扰我国银行业的一大难题，风险很大且成本很高。而对银行而言，管理风险的能力至关重要。民生银行通过产品和经营机制创新，率先解决了这个难题。在此领域的领先优势，既推动了中小企业融资难问题的破解，又为其带来盈利的持续快速增长。

2009年前后民生银行转型，董文标在顶层设计上选择了中小企业，这不失是一招险棋——小商户“风险大、成本高”是行业共识，民生当时的转型思路也被认为是天方夜谭。民生银行对商户进行商圈划分，分为A、B、C三类，C类为经营年限在5年以下的商户，对其政策是抵押担保;B类商户是经营5年以上8年以下，实行联保互保政策;经营8年以上商户划归A类。根据经营年限不同，实行差额利率。

民生银行另一个成功商业模式，即用“批量规模化处理”降低成本，简而言之，就是对中小企业业务采用批发、打包的商业模式，这一模式通过与商圈的管理方、开发者及工商、税务、协会等合作，批量发放贷款，有效降低了单笔贷款的人工成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从2009年开始至2011年7月，仅民生银行北京管理部“商贷通”业务已扶植了北京207个商圈，涉及小微企业囊括高科技、商贸、服务、产业制造、进出口贸易等众多行业，惠及近万家商户、企业，解决了北京近15万人的就业问题。民生北京管理部遵循董事长董文标提出的“大数法则”和“收益覆盖风险”两个基本原则，相关业务部门研发了极富创新性的信贷解决方案，先后推出互保、联保和信用等11种抵押担保方式，解决了小微企业在融资过程中担保难的问题。同时，实现审批标准化和流程化处理，大幅缩短放贷周期，实现“初次申请，三天答复；二次申请，一天答复；信用客户，三天放款”的高效率服务，受到了小微企业客户的高度认可。

董文标说，“民生与民营企业同根同源，1996年刚成立时，民生银行也是金融界小微企业。小微企业的所有遭遇，小微企业的艰辛，民生银行都经历过。正因如此，民生银行就是希望能够成为民营企业的伯乐和守护者，把他们送进中国500强，亚洲500强，世界500强。”他在2013年4月接受《中华工商时报》采访时透露，目前民生银行对小微企业贷款累计投放1万亿元，余额3600亿元，服务商户100万户；60%为服务流通业，40%为产业链上的加工企业；不良率0.5%。

股票价值由企业未来盈利及其增长情况所决定。若企业不能持续兴旺发达，则过去的辉煌并不能增加股票价值。现代企业竞争日趋激烈，多项经营成本持续攀升，创新和优异的管理对实现盈利持续增长尤为重要。

价值投资者最想找到的是那些主营产品和服务独具特色和优势的企业。在未来较长一段时期，其他企业难以模仿和介入竞争。实际上，持续盈利的企业一般都不是简单地提升价格，而是依靠独具特色的产品及服务和优异的管理去赢得竞争优势，从而长期保持较高盈利水平。价值投资者要关注企业的经营管理上哪些改进或创新迎合了市场，并开始在财务数据上得到体现。在这些方面持续运作最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成功的企业，将有望成为下一轮经济景气繁荣中的经典财富故事，也是最值得价值投资者关注和投资的企业。

四、价值投资法的操作

立足投资　适度投机

价值投资法是立足于投资又兼顾适度投机的一种稳健操作手法。在价值低估、价值回归、过度投机三部曲中，价值投资主要赚取从价值低估到价值回归的合理收益。过度投机阶段虽然收益空间很大，但风险也大，可以适度利用、适可而止，不能作为价值投资的主要目标收益空间。

任何股票可以通过对其企业经营状况和发展前景（具体如盈利能力、成长性等）的综合分析，测算出其真实价值的合理区域，也就是说能测算出该企业总价值分割到每一股中的价值大约是多少。

在对企业进行综合分析后，可对企业的未来业绩增长进行预测，并选择适当的价值投资分析方法如市盈率法对股票价值进行定量评估。由于估算价值时要对公司未来发展做出某些假设，而这些假设可能与公司的实际发展存在偏差，因而价值估算结果难免存在一定的误差。因此，估算价值可选取偏于保守和偏于乐观的两组数据，以估算出一个可能的价值区间，这一区间覆盖真实价值的可能性就大为提高了。另外，公司价值随着经营状况的变化而变动，评估者应及时根据公司经营状况的变化修正数据，并重新估算。

对普通投资者而言，市盈率法简单、实用、效果好，并且易于掌握。利用市盈率与盈利增长率的背离选股时，关键是要把握好市盈率的未来变化。企业未来盈利变化和目前市盈率是否合理，两个因素结合起来判断，就可以较好把握未来的市盈率变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值评估过程可帮助我们获得更有价值的信息，有助于我们对影响企业经营业绩的各个层面进行深刻的认识和理解，一旦未来企业经营基本面因素出现实质性变化，就可以及时做出一个正确的判断和投资抉择。

股票市场的非理性常使股价远远偏离其价值。当市场追逐暴利的贪婪一面登峰造极时，股价会远远高于其投资价值；当市场普遍的恐惧心态不断升级、走向极端时，股价又会远远低于其投资价值。即使最精明的投资者，往往也很难超脱于市场主流情绪之外。飞涨的价格促使人们兴奋不已，最狂热的人有可能得到最高的利润，同时要承受极大的风险；当市场下跌时，则是相反的情况。

强烈的投机心理的驱使，会严重妨碍投资操作的成功。事实也一再证明人们往往在价格最高时最乐观、最冲动，而在价格跌至谷底时却最沮丧，容易举棋不定，错失良机。

价值投资法的操作，原则上是选择股价低于且偏离其价值较大的股票买入，而当股价高于其价值时将其卖出。可见，价值投资追求的重点是相对低价的买入，去赚取价格回归合理价值的利润空间。对于过度投机那一段行情，则应顺势而为，适可而止、不宜苛求。价值投资者不按市场常规行事，他们认为关于市场和个别股票的乐观或悲观情绪往往是不正确的。因此，买进受到市场冷遇的股票才是成功之道。所以，逆向思维方式将给价值投资者带来丰厚收益，即在人们普遍认为股票前景暗淡时买进，而在大多数人情绪高涨时卖出。

价值投资所要寻找的，是能持续实现盈利快速增长的优异企业，同时又要以最小的风险和最低的成本投入。也就是说，我们所要寻找的，是在市场上股价低于合理价打折出售的优异企业。买价愈低，未来的收益率就愈高，要有足够的耐心等待一个极佳买入机会的出现。至于分红的高低，则要看公司经营的实际状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正确看待利润分配

需要指出的是，那种以为只有买了股票以获取年终分红派息才属于投资行为，应该说是一种偏见或是对投资的一种误解。正如除权后的填权或贴权是市场行为一样，仅仅是为了获取红股、红利的买入股票，也是基于对市场业绩的预期，实际上是一种投机行为。

现在的市场似乎仍将分红看得太重，银行股2012年中期唯一实施分红（每股税后派发0.135元）的是民生银行，也正是由于8月28日一个实施中期分红的公告，使其股价当日大涨约2%，而分红实施后三个交易日却下跌了6%以上。

其实，如果你从企业经营的角度分析，当民生银行8月25日公布2012年中报时，就应该知道区区0.15元的分红相对于其基本面出现的隐忧来说微不足道。民生银行2012年中报显示，除了不良率上升外，更严重的是逾期贷款增长了60%以上（在16家上市银行中名列前茅）。逾期贷款中的一部分，是要变成不良资产而影响到企业未来盈利的。

而且，民生银行的营业收入和净利润率均较上年同期有较大幅度回落。而公布2012年中报的另外几家中小银行，上述几项指标均明显优于民生银行，就是由于中期不分红而股价走势一度明显弱于民生银行。

我观察民生银行分红实施前几天的股价表现，A股逆势上涨，表现显著优于其他银行，H股则出现较大下跌，这表明境外投资者更关注企业基本面的实质性变化。见图4.4。随着2012年10月、11月整体经济回暖，民生银行不良贷款率和逾期贷款能否趋于稳定和回落，尚有待对2012年年报的观察。

应该如何正确看待利润分配？很多人认为只有分配到手的利润才属于自己，其实没有分配的是以未分配利润的方式挂在公司的财

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务账上，依然依据你的股份份额比例属于你。

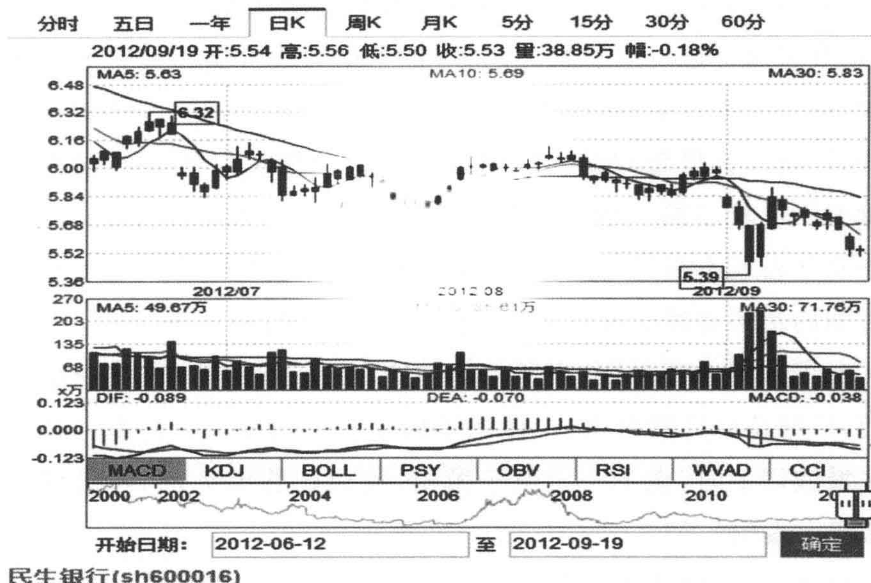


图 4.4　民生银行 2012 年中期分红实施前后价格变化

民生银行 2012 年中期分红后，立即向股东以发行可转绩的方式募集 200 亿元，以解决其核心资本充足率不达标的问题，资金转了一圈又回到公司，唯一的区别是股东因分红向国家交了一次红利税而已。

无论持有多少份额的股票，如果你真正从股东的角度去研究企业，从企业盈利能力变化和长期发展前景考虑做选择时，你就不会过于看重分红的高低，而是去重点关注并牢牢把握那些影响盈利增长和可持续发展的重大因素的变化。按这样的理念去做投资抉择，关键在于对影响企业经营的重大因素要能看清楚，并做出正确判断。

价值为王　低进高出

可见，价值投资的概念极为简单明了，即以价值为标准的低进高出。具体操作上，关系到时机把握和个股选择。在时机把握上，要对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目标企业基本面进行判断，并以判断股市的长期趋势为依据。

当股价的长期趋势向下时，即使股价已显著低于其合理价值区域，也有可能再进一步下跌。此时，若能找到股价低于其价值较多的个股，可以考虑分批建仓，而不必急于大量买入。若股市经较长时期下跌后，转入蓄势整理的筑底时期，此时，应积极寻找股价偏离其合理价值区域较多的个股大批量建仓。但在大盘方向不明时，持仓应以半仓左右或不超过2/3为宜，以防大盘下一台阶整理。当大盘经较长时期的蓄势整理后盘坚向上，可以考虑增加持仓比例。

股市处于上升时期，当所持有股票的价格上升到合理价格区域之前，应坚持以持股为主，少做或不做短线。当股价上升到其合理价值区域或以上时，也不一定急于抛出，而应顺势而为，利用市场的疯狂多坐一程“轿子”。

总之，价值投资法力求买入价格要低，卖价则不必过于计较。毕竟“最低价买入、最高价卖出”是可遇而不可求的事，投资者不可刻意追求，以免坐失良机。

以价值为基准的操作，涉及对个股及大盘中长线趋势的判断。操作者若判断能力欠缺，可以在市场价格显著低于其价值(如低于30%以上)时分批买入。当股价上升到其价值附近或以上时，则见好就收，适时抛出。如果买价低，即使卖价差强人意，也会有丰厚的收益。

本章要点汇总

◎ 价格围绕价值波动的规律同样适用于股票市场，股价无论是高于还是低于其价值，过度的背离早晚会被纠正。

◎ 对价值投资者而言，市场集体犯错误时，蕴藏极佳投资机遇。错误越大，价格与价值的背离越严重，未来的纠错力度和上涨空间就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越大。

◎ 当找到符合管理优异、成长潜力大、价值被显著低估这三位一体的投资条件的股票并买入后，只要作为投资基石的三大条件依然成立，就要有足够的耐心坚守阵地。

◎ 挑选企业时，应选择优势行业中的优势企业。高利润率或净资产收益率的企业，体现其综合竞争优势，是价值投资者的首选目标。

◎ 在价值低估、价值回归、过度投机三部曲中，价值投资主要赚取从价值低估到价值回归的合理收益。

◎ 创新和优异的管理对实现盈利持续增长尤为重要。价值投资者最想找到的是那些主营产品和服务独具特色和优势的企业。在未来较长一段时期，其他企业难以模仿和介入竞争。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　股票投资的艺术

一、股票投资的主要理念与方法

注重企业经济特质

将股票视为一张纸或是符号的投机者，通常都不关心公司的财务状况和经营情况，而仅仅专注于市场情况，如股价走势图的形态或市场消息等。

对价值投资者而言，股票是一种财产权证明，它代表了投资者在上市公司中的投资份额，是一种能够转让并带来权利和义务的财产形式。价值投资者极为看重持股公司的基本面状况，因为不管你拥有多少股份，是大股东还是小股东，你的投资结果归根结底是与企业经济命运密切相关的。

注重企业经济特质这一理念在巴菲特的投资哲学中得到了充分的体现。巴菲特清楚地意识到，拥有股份就是拥有企业，他曾经说过："股市可能会对企业的成功忽略一时，但最终它会证实企业的成功。"

投资者购买股票是为了获取收益，从股票收益的直接构成来看，主要有以下几种：

① 红利收入：指根据股票持有额而获得从每年盈利中派发的货币收入或其他形式的收入。我国上市公司目前流行的年终或中期以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金、红股或两者结合的形式分配的红利均属此项。

股利分配高低并不是影响股票价值的决定性因素。很多处于扩张期的优异企业，往往资金紧张，未分配的利润留在企业，可提升企业的盈利能力，为股东创造更大价值。如果利润留在企业能创造令投资者满意的收益率，则股利少分或不分并不是坏事。

实际的情况往往是，上市公司一边分配利润，同时，又随即再向股东配股或采取其他方式融资，其结果是资金转了一圈不过是多缴税而已。

② 资产增值：由于上市公司每年都要提留一部分利润作为发展基金，因而公司资产净值增长也是股票收益的组成部分。投资者从上市公司资本公积金转增股本中获取的收益，即为资产增值带来的收益。也就是说，重要的是税后利润的多少和增减情况，从税后利润中支出红利后，剩余部分进入公司净资产，为其未来发展增添动力。

③ 市价盈利：即低价买进股票再高价卖出所赚取的差价利润。

投资者买入股票后，无论是做中长线还是短线，均需经常注意所买股票的上市公司披露的信息，了解其经营状况及有关派息、送股、转股和增资配股的信息。

价值投资者的目标是从红利收入和资产增值中获取投资收益，所以极为关注公司盈利能力的未来变化。

“稳固基础”与“空中楼阁”

股票市场中有两种非常具有影响力的投资理论：“稳固基础”理论和“空中楼阁”理论。这两种理论风格差异很大，也都各自拥有很多支持者。前者属于基本面分析派，而后者则主要以技术分析为工具，更注重市场心理分析。

“稳固基础”理论认为，包括股票在内的任何一种投资工具，都有一个确定的内在标准——“真实价值”或称“固有价值”，这是投资决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策的主要依据。

对股票而言，它的“真实价值”可以通过对上市公司盈利能力以及未来发展潜力的分析与评估得出。根据经济学原理，价格总是围绕价值波动，股票价格对其价值的偏离终究会被市场纠正，市价早晚要向其“真实价值”靠拢。换句话说，过度恐惧或乐观的情绪，或早或晚会回归正常。因此，当股票的市价偏离其真实价值时，买进或卖出的时机也就来了。

然而，“稳固基础”理论的实际操作并非易事。任何企业都面临着诸多极其复杂的内部和外部环境因素，激烈的市场竞争又使企业的经营业绩随时都有可能发生变化。而且，关于真实价值的评估和测算很难有统一标准，更不可能获得关于真实价值的精确解。

与“稳固基础”理论注重基本面分析不同，著名经济学家凯恩斯于 1936 年提出的“空中楼阁”理论更加强调心理因素的影响。

凯恩斯认为，“稳固基础”理论太麻烦了，而且很难行得通。投资者不应该把精力用于估算股票的真实价值，而应用于分析投资大众未来的动向，以及他们如何乐观地把希望构建在空中楼阁上。成功的投资者最善于抢占先机，推测哪种情况最容易让大家去构建空中楼阁，然后比别人早一步下手。

按照凯恩斯的观点，应该用心理学的原理来解读股市，而非企业财务状况或经营业绩评估。凯恩斯指出：如果你相信一个月以后某项投资的市价仅值 20 美元，就不应为你认为现有 30 美元真实价值的投资支付 25 美元。

凯恩斯进一步用普通投资大众更容易理解的纸上选美例子来说明：股票投资游戏就好比纸上选美，你得从数百张相片中选出几张最漂亮的面孔，如果所做出的选择最接近全体评委，你就能成为赢家。

“空中楼阁”与“稳固基础”是两种完全不同的投资模式，从实际情况看，两种模式都有很多成功者，又都存在一些缺陷或运用上的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

困难。

投资大师彼得·林奇认为：决定股价的这两种看法都解释了部分股市行为，但最重要的问题是，投资者如何应用它们来发展出切实可行的投资策略。

一般认为，技术分析是“空中楼阁”理论信仰者用来预测最佳买卖时机的法宝，而基本面分析则是相信“稳固基础”理论的投资者用以挑选个股的良方。然而，这两种截然不同的投资理论却并非是水火不相容的，股市说到底是综合智力的较量，你的选择能得到的印证愈多，成功的机会就愈大。因此，如果能挑选出基本面、技术面、市场面均较为有利的股票，那么从风险与收益的比较中，你会发现这将是一个难得的投资机会。

指数法投资

所谓指数法投资，就是将资金按不同股票在指数计算中的比例进行分配投入，并且长线持有。使用这种方法你可以获得与指数涨跌大致相同的收益率。

指数基本计算方法为：

指数＝(当前市价总值/基期市价总值)×基期指数取值

上市公司的市场总价值为其股票价格乘以总股本，所有上市公司市场价值之和为市价总值。基期指数取值，综合指数一般取 100，成份股指数一般取 1000。

尽管指数投资法人人都可以学会，但实际上却很少有人采用。可能是因为它太简单了，很多人都不屑于使用。但是你可千万别小看它，国内外股票市场的实践证明，无论基本面分析、技术分析还是其他一些投资方法，都难以保证大多数投资者持续获得高于市场平均水平的收益。国外甚至有一些统计表明，大约 70%～80%的基金战胜不了市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很多投资大师都建议普通投资者采用指数法投资，以获取长期稳定的收益回报。巴菲特曾说："通过定期地投资于指数型基金，那些投资门外汉可以获得超过多数专业投资大师的业绩。"

集中投资

集中投资的主导思想是：选择少数几种在股市波动中可以产生高于平均收益的股票，将你的大部分资本集中投资在这些股票上，不管股市短期升跌，耐心持股，稳中取胜。

著名经济学家凯恩斯，就曾经积极倡导集中投资的思想。他在1934年给商业同行的一封信中写道："通过撒大网捕捉更多公司的方法来降低投资风险的想法是错误的，因为你对这些公司知之甚少，更无特别信心……人的知识和经验都是有限的。在某一特定的时间段里，我本人有信心投资的企业也不过二三家。"

著名的集中证券投资家菲利普·费雪总是说，他宁肯投资于几家非常了解的杰出公司，也不愿意投资于众多他不了解的公司。他坚信，当遇到可望而不可即的极好机会时，唯一理智的做法就是大举投资。

费雪的这一思想也对巴菲特产生了很大影响，巴菲特看了费雪的投资专著《怎样选择成长股》*Common Stocks and Uncommon Profits* 后，专程拜访费雪，交谈后决定放弃其导师本·格雷厄姆的一些投资理念，转而采用费雪的方法。从巴菲特的历年持股上，人们可以清楚地看出他是一个典型的集中证券投资者，他所倡导的"卡片打洞"理论、"终生持有"理论也无不体现了集中投资的思想。

集中投资实际上是利用了概率论的原理。玩过赌博游戏的人可能对这一点深有体会：当牌局形势对自己绝对有利时，下大赌注。这是对机会与风险权衡后的明智选择。当你确信对一家企业的优异管理、出色的盈利能力和增长趋势看得很清楚，而市场的过度悲观情绪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

又给出一个市价远低于其价值的机会，那就不应该尝试性地投一小部分资金去碰运气，而是应该大举投资、放手一搏。

势头式投资

科学家牛顿恐怕怎么也不会想到，他所揭示的物体运动的惯性定律会被20世纪90年代的美国人巧妙地运用在股市投资中。

势头式投资在90年代的华尔街出尽风头，其影响甚至还波及世界各国股市。拥护这种方法的投资者认为：股市与神秘莫测的自然界存在某些相似之处，因而股价的短期变化具有物体运动的惯性特征。

当然，势头式投资的理念也并不简单，在强调股价变化的物理特征的同时，它还强调公司正面收益变化的刺激、年度与季度收益的大幅度增加、公司在行业中的竞争优势、实力机构的参与、股市上的快进快出以及快速止损等多方面因素。

长期实践证明，股价运动的确存在着些许惯性。一种趋势形成后，得以维持一段较短时期(1周至1个月)的可能性较大，但这和牛顿的惯性定律却又难以相提并论。毕竟，牛顿指出的是一种必然，而股市上存在的却仅为一种可能。

有经验的投资者都知道上升趋势形成时应买入、下跌趋势形成时应卖出，但又都遇到过“假突破”，一二日后，又被打回原形的不幸。可见，机械的牛顿模式照搬到股市难以奏效。况且，即使惯性使趋势得以维持，也很难判断当你介入时行情是否已进入尾声。

通过对上述几种投资方法的比较，建议职业投资者和具有一定公司分析和价值判断能力的普通投资者，应该以对股票真实价值分析为依据的集中投资为主要投资策略。以目标企业基本面分析为基础，选择到业绩长期持续快速增长的企业是成功的保障。

对于没有能力做公司分析的投资者，建议长线投资于指数型基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金。在本轮五年多熊市市场平均跌幅达约68%的调整底部区域买进指数基金，虽然不能快速致富，但未来收益率远高于银行储蓄存款利率是不容置疑的。

二、股票的投资与投机

投资投机两相依

购买股票，从本质而言应该是一种投资。不管拥有多少股份，如果你真把自己当做股东，你选择的公司经营得法，业绩不断提升，你的投资必然会有丰厚的回报。

既为投资，当然要求物有所值，通过研究上市公司基本面而对股票投资价值所作的分析是至关重要的。然而，股市又充满了投机，高收益伴随着高风险，一夜暴富者有之，一日破产者也有之。风水轮流转，神秘莫测的股市永远不停地上演着一幕又一幕悲喜剧。

股票的投资与投机，常常是相互依存的。以超长线投资著称的巴菲特，也经常会做些套利交易。而曾令世界股市动荡不安的投机大师索罗斯，做投资抉择时也是以对基本面的分析为主要依据，你能说他的理念中没有投资的因素？尤其对于新兴股市而言，其共同特点是投机气氛浓厚，股价大起大落，若机械按照长线投资的信条，难免会错失许多获取差价收益的机会。

可以说，在中国股市的发展初期，获利最丰厚的还是“索罗斯”式的投机客们。然而，从近年来的市场变化趋势看，注重成长性的理性投资观念已逐渐受到市场的青睐，沪、深股市已经步入从过度投机向理性投资过渡的时期，历经多次大起大落风浪洗礼的投资者正在走向成熟。随着对市场规范化措施的真正落实和QFII、公募基金等机构投资者渐成市场主角，崇尚投资的理念将愈来愈多地为市场所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认同。

盲目投机与理性投机

从股市的历史和现状来看，投机又可分为两种类型。一类可称盲目投机或称非理性投机，即仅将股票看成是一种可以低买高卖获取差价的符号或工具，而完全不管其投资价值如何，也不从基本面或技术面去研究股价波动趋势，仅凭个人感觉或抱着某种侥幸心理在市场上频繁地跑进跑出。对于这些人而言，股市也就成了一个不折不扣的超级赌场，其风险可想而知。某些不负责任的股评更是推波助澜，摇旗呐喊、哗众取宠。

但是，整天跟着股评的指挥棒跑的散户们不妨想一想，跟庄、战胜庄家谈何容易？庄家有信息优势、资金优势、职业人才操作的高超技巧以及形成垄断等，可以随意哄抬股价以获得超额利润。成功的庄家通常善于把握市场心态，有意夸大某些题材的效用以达到其目的。庄股启动初期风险尚且不大，但若已被大幅拉升后还要盲目介入，实为与虎谋皮。需知股市“大鳄”们的超额利润不是来自中小散户的血汗钱又是来自哪里呢？热衷于跟庄的广大中小散户，无异于游动在股市“大鳄”嘴边的小鱼小虾，随时有被吞食的危险。

股票操作上的另一类投机可以称之为理性投机，即将基本面分析与技术面分析相结合，理性分析大势及个股，在投资的基础上投机。理性投机在选股上将对投资价值的分析作为重要参考，避开股价已高于或远离其投资价值的品种，而选择股价低于其投资价值或在其投资价值附近的个股择机介入。时机的选择则要通过对基本面和技术面的分析，研究大盘及个股波动趋势，把握买入卖出的最佳时机。

实际上，理性投机就包含了一定的投资理念，但操作上则是以中短线谋取差价的投机为主。尤其值得一提的是，有一些图形派投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者(股评人士大多数是“图表专家”),只认图形优劣,不管基本面好坏,如此做法还是将股票当做符号来炒作,这与赌博也没有多大区别。庄家为达到出货或建仓的目的,往往有意制造骗局,只看图形并不能使你成为赢家,只有综合判断,当基本面、技术面、市场面均有利时再出手,胜算的机会才能更大些。

理性投资的本质

做一个理性投资者,并不意味着要成为巴菲特式的人物,也并不意味着要完全拒绝投机。你可以从别人的成功经验中汲取养分,但不考虑社会历史背景的不同而盲目接受或模仿别人则不足取,成功是不能够被简单复制的。只有对市场有了很深的理解,并找到适合自己的投资模式,你才能踏上成功之路。

股票投资并无一个简单统一的定义,人们对投资的含义存在一些不同的理解。股票中长线投资,甚至有人狭隘地理解为仅仅是为了从每年的现金红利中获取收益。照此理解,很难从股市上找到值得中长线投资的股票。然而,实际上股票作为股权的象征,不仅可以从每年的分红中得到现金红利,而且可以得到所送的红股,同时还有公司增资时的优先配股权、公积金转增股本权、参与经营权及在二级市场可随时转让以获取差价收益的权利等。尤其对于正处成长期的企业而言,现金红利往往只是其投资收益中的一小部分而已。

理性投资的本质,是购买到真实价值被市场严重低估,即市价远低于其真实价值的股票。然后,耐心等待股票价格向价值合理回归时机的到来,要相信市场终究会纠正其不合理的价格定位。当股价高于其投资价值时,则择机卖出该股票。

因此,股票投资活动成败的关键,是要正确评估出股票的真实价值,并以此作为投资者选股的最重要参考依据及获取高收益的前提。投资者应仔细研究上市公司公布的信息和相关资料,集中关注上市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的盈利能力、成长性、发展前景以及资产和财务状况等，从而评估出股票的真实价值。你心中得有一杆秤，明确知道真实价值的合理区间。否则，价格是高是低心里始终没谱，何时可买、何时该卖也茫然无措，就必然要随波逐流了。

可见，价值投资制胜的关键不是靠把自己的股票卖个好价钱，而是去积极寻找被市场冷落而股价远低于其价值的股票，这类股票是理性投资者最值得追踪的“猎物”。

按巴菲特的观点，风险是指可能受到伤害的程度。对股价远低于其价值的股票投资，是低风险、高收益的。这既是国内外众多价值投资者成功的奥秘，也是巴菲特能面对股价的大幅下跌而照样喝着可乐、谈笑风生的原因所在。股价的进一步扭曲，只会带来更大的机会，价廉物美的好股任你挑选。

需要指出的是，投资并不完全排斥投机。按投资的一般性原则，股价低于其投资价值时可以买进，股价高于其投资价值时应当卖出。但具体操作时，仍存在时机把握的问题，即存在投机。首先，投资价值是一个既严格又富于弹性的概念，没有一个公式能够对它进行精确测算，按现金流折现或其他方法得出的测算值，以一些假定为前提，因此未必那么准确。

实际上，可以评估出的真实价值，应该是一个模糊的区间，更何况企业也在发展，内外部环境因素都在不停地变动，价值不是一成不变的。其次，即使股价已跌破其真实价值，但若看准会有进一步的下跌，为什么不耐心等待更低的价位再吃进呢？尽管股价已上涨到其真实价值的合理区间或以上，既然市场还存在进一步上升的动力，为什么不卖个更高价呢？

实践证明，市场的过度悲观或乐观，常常会使股价远低于其投资价值，也可使股价不可思议地远远高于其真实价值。尤其是我国这样一个新兴股市，向成熟股市的过渡将会经历一个相当长的历史时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期，股价的大起大落仍将在所难免。这也为理性投资者进行价值投资提供了更多机会。

投资与投机的重要区别在于：投资关注的是低价买入，与投资价值的偏离程度愈大愈好；而投机一味追求的是高价卖出。显然，那些投资价值被市场低估且管理优异、具备持续高成长潜力的股票，是价值投资者的首选目标，高成长性将使其盈利能力及投资价值持续高速增长，加上价值合理回归的双重力量驱动，股价将会创下一个又一个不可思议的新高位。

牛市与熊市的判定

股市按长期趋势可分为多头市场与空头市场。多头市场俗称牛市，是指股市长期保持上升趋势的市场，其股价变动特征为一连串的大涨小跌。空头市场俗称熊市，是指股市长期保持下跌趋势的市场，其股价变动特征为一连串的大跌小涨。

股市的基本变动趋势，就是不断从牛市到熊市，再从熊市转换到新一轮牛市的循环交替变动。长期而言，对于整体经济长期保持上升趋势的国家或地区，股市波动的方向总体是向上的，而上市公司的业绩增长是股价不断创下新高位的原动力。

对于牛市与熊市的判定，应从基本面、技术面和市场面三个方面综合分析。从基本面看，宏观经济的繁荣与萧条将对上市公司整体业绩产生重大影响，因而直接影响到股价长期趋势。而股市往往要比经济领先一步，提前数月反应经济的趋向，因而国外将股市作为经济的先行指标之一。

当股市处于熊市时，宏观经济通常处于调整或萧条时期，经济紧缩政策相继推出，利率不断调高，大多数上市公司业绩出现增速下滑甚至是业绩下降，利空消息频频。股市对利空消息的反应也较敏感，股价一跌再跌，每一轮反弹均成为出货良机，股价在反弹之后不断创

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下新低位。

股市进入熊市末期时，多数投资者因长期下跌而情绪悲观，认为跌势还将继续，“没有最低，只有更低”。一些人甚至不惜血本斩仓离场。每每这个时候，各证券交易网点均呈现“门前冷落车马稀”的凄凉景象，昔日喧闹的交易大厅只有寥寥数十人观战，下单者则更少，券商每日收入远不够抵付成本。然而，物极必反，行情进入最惨淡的时期，其实也正是最佳投资机会，股市往往就是从濒临绝境进入新一轮牛市行情的。

当股市开始进入牛市时，宏观经济通常已进入谷底区域，经济已初步呈现出回暖迹象。随着宏观经济的进一步转好，大多数上市公司的业绩不断有较大幅度增长，股价也呈现出不断上扬态势，每一轮上扬后的回档低点均逐步抬高，回档后不断创出新高点。股市不断有增量资金涌入，交易量屡屡刷新历史纪录。牛市到了末期，市场是普遍的乐观心态，股市一片沸腾，交易狂热，股价暴涨，市场投机气氛极浓，垃圾股、冷门股也大幅上扬。当市场压倒一切的乐观情绪达到极致时，牛市也就要落下帷幕了。

技术面分析，也可对判断中长线趋势提供一定的参考依据。从图形上看，有三个重要信号对判断牛市、熊市交替极为重要。如图 5.1，以牛市转熊市过程为例，当股价向下有效突破上升趋势线的 X1 关键价位时，是牛市转熊市可能出现的第一个信号；随后的反弹若不能创新高或回到上升趋势线上方，则进一步显露市场的弱势特征，此为牛市转熊市可能出现的第二个信号；反弹之后的下跌向下有效突破前次低点 X2 点时，则最终确认了熊市的来临。

熊市转牛市以此类推，只不过方向相反而已。

对中长线投资者而言，认清股市中长线趋势属牛市或属熊市，是投资操作的重要依据。熊市末期和牛市初期，正是投资者择股大量建仓的良机。在牛市行情发展中，可运用技术分析工具，判定中期峰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

位(如图 5.1 中 1,3 点)和回档谷位(如图 5.1 中 2,4 点)。若把握不好中期行情的峰位和谷位,则以长线持仓为宜。若所选股票基本面不出现问题,则不必轻易换股,应尽量少做短线。

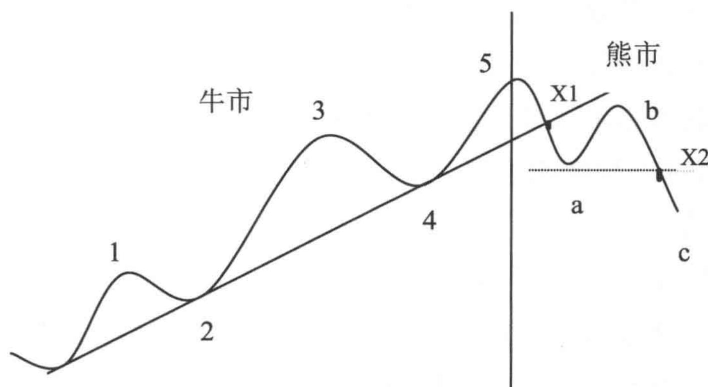


图 5.1　牛市与熊市的判定

一旦牛市来临,要尽快认清形势,改变操作策略,并在心态上摆脱熊市阴影,以充分利用极为难得的投资机遇。在牛市的最后一轮行情中,应择机获利清仓,出货离场。

熊市初期的下跌,多数投资者往往仍受到牛市末期普遍乐观情绪的影响,误以为仍是牛市中的回档。此时,市场主力和少数先知先觉者已觉察到市场环境因素出现了一些不利的变化,大资金纷纷离场观望,市场气氛虽仍然保持一定热度,但多头已是强弩之末,再也没有力量推动大市创出新高。当越来越多的投资者认识到了市场基本特征的变化,大跌已不可避免。大跌来临,玉石俱焚,好股票往往也难逃暴跌的厄运。因此,一旦看清熊市来临,果断斩仓离场为上策。

大盘转入调整后,成功抛出的投资者要搞清楚市场究竟是步入大熊市,还是中期调整的小熊市,也就是说要考虑下一次入市的时机。入市过早而被深度“套牢”,仍会损失惨重;看不清方向而一再犹豫不决,又会错过抄底的良机。因此,较为稳健的操作是等待大盘出现底部后,向上有效突破时再介入。此时股价虽已稍高,但成功的可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能性却大为提高。

大牛市来临之前，股市通常将有一段历时较长的沉闷的窄幅盘底过程，熊市的下跌愈漫长，往往盘底的时间也愈长。沪、深两市1996年初至2001年6月和2005年7月至2007年10月的大牛市行情，均是先持续数月营造出了一个大底部形态。“大底部对应大行情”，是股市的一个重要特征。大的底部形态构造完毕，并开始向上突破时，是中长线建仓的最佳时机。股市进入长时期的窄幅整理过程时，不要为市场暂时的沉闷和低迷所迷惑，一旦大底部形态构造完毕并向上有效突破，则宣告大牛市的来临。此时择机大量建仓，既安全可靠，又可获丰厚收益。

“不要与趋势相对抗”

华尔街有句名言：“不要与趋势相对抗。”其意即为，股票投资要顺势而为。“看大势，赚大钱。”对股票投资者而言，把握好股价波动长期趋势是至关重要的。也就是说，牛市要坚持以持股为主，少做空（即卖出股票）；熊市则以空仓为主，少做多（即买入股票）。

经验丰富的投资者都知道，熊市抢反弹无疑是火中取栗，稍有不慎则引火上身，动作快的赔点小钱“割肉”了事，动作慢的则有深度“套牢”之灾，高位套牢者甚至要熬过长达数年的漫长熊市才能“解套”。有时为解救被套资金，下跌过程中不断加码买进，以求摊低成本，其结果往往是越套越多、越套越深。等到资金用尽时，若股市还在继续下跌，则会动摇信心，感觉市场是个无底洞。恐惧心态的驱使，往往会使投资者在股价跌至熊市末期的底部区域时，极不理智地出货平仓。

正确的操作方法是，在长线下跌趋势没有明显的改变以前，不要再留恋高价位，时过境迁，应利用下跌过程中的反弹机会尽早平仓。当股价跌至某个低价区，有筑底迹象时，可予以密切关注，一旦放量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向上突破，再适量介入抢反弹不迟。对中级反弹行情，应注意适可而止，贪恋高价位的结果反而往往被套。正如大海的退潮一样，反扑的大浪来势再凶猛，一旦退下去仍会跌得更深。

对把握不好短线或中级行情的普通投资者而言，熊市放长假远离股市，将资金投入一级市场打新股或投入债券等其他领域实为上策。尽管当股市跌幅过深，处于极度超跌状态时，也会出现较为强劲的反弹，但此时投资者却应该格外小心应对。例如，深市综指从 1991 年 9 月 45 点启动，至 1993 年 2 月中旬创下 368 点的历史高峰值后转入熊市。到 1993 年 8 月初，深综指跌至 200 点左右后，爆发出强劲反弹行情。仅仅 18 个交易日，深综指上涨约 70%左右，至最高 330 多点。当如此强劲的反弹行情使不少人误以为牛市来临时，行情却又如退潮一般迅速急转直下，未及时派发的投资者仍难免“伤筋动骨”，甚至高位被套，大约 9 个月后深综指最低下跌到约 95 点，比开始反弹的最低点 205 点跌去约 54%。在反弹末期 330 多点买入的投资者，更是损失巨大。

熊市回收资金放长假，牛市的操作则应反过来，要以持股为主，勿为蝇头小利而轻易卖出。切记搏短线差价的结果往往是“捡了芝麻，丢了西瓜”，只会使手中可持有的筹码越来越少，错失大好行情。我国股市几次大牛市行情，大多数投资者却没有获得应有的收益，一些人甚至还出现了亏损。不妨可以总结一下，过于频繁的短线进出是不是业绩不理想的主要原因之一？另外，选股也至关重要。假如 2000 年还死抱着头几年的龙头股四川长虹和深发展不放，大盘再涨，你的收益也不会有什么增加。所以，有人戏称“选股如选妻”，决策前一定要千挑万选、细细考察，看准了“娶”进来后就轻易不要折腾，“越折腾越穷”。

综上所述，股票投资认清大势、顺势而为至关重要。而认清股市的中长线趋势，并不是一件容易的事，这需要投资者重点在基本面分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

析上做功课、练内功。技术分析，可以作为判断趋势和把握时机的工具而适当利用。

三、正确衡量股价水平的高低

“高价股”与“低价股”

不少投资者在对股价水平高低进行判断时，往往概念模糊不清，存在不少误区。很多人笼统地将 20 元以上的股票视为“高价股”而不敢介入，宁愿去买 10 元以下的所谓“低价股”。其实，判断股价高低的唯一标准，就是与其投资价值的比较，而不是以某一个价格水平来衡量的。相对于其真实价值，几十元的股价可能仍然是“低价股”，而几元的股价却反而有可能是“高价股”。投资者可以从马钢股份和飞乐音响的股价变化，体会一下这句话对股票投资的深刻含义。见图 5.2，5.3。

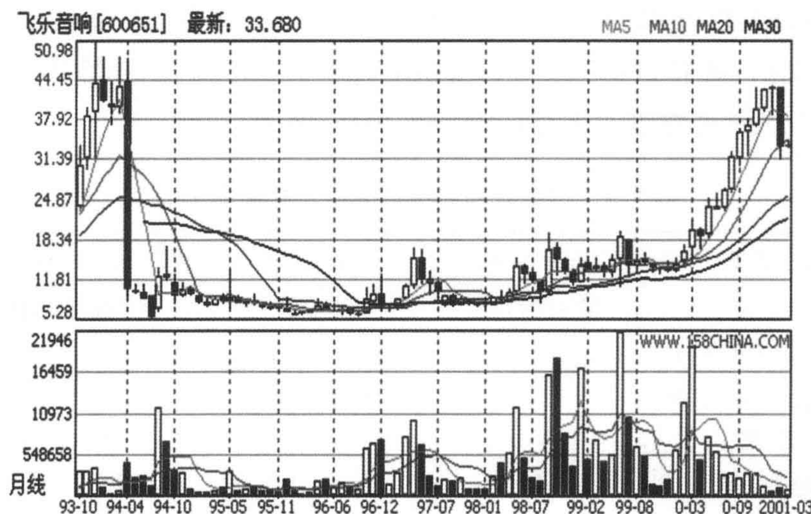


图 5.2 飞乐音响股价走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

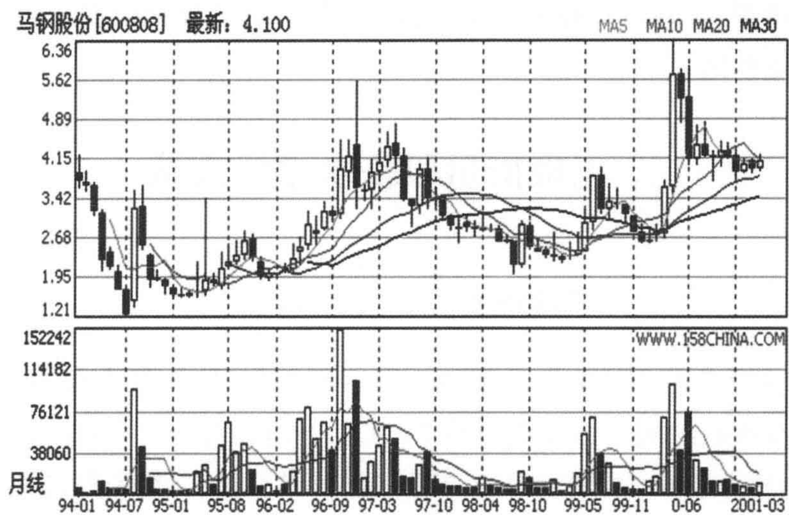


图 5.3 马钢股份股价走势

马钢股份 1994 年 1 月 6 日上市，以 1 月底的收盘价 3.75 元买入，后经五次派息，合计每股派息额为 0.108 元，2000 年 12 月底的收盘价为 3.89 元，7 年的投资收益率总计为 6.6%；飞乐音响从 1994 年 1 月底的收盘价 41.00 元买入，经五次送配后，股本已扩张为买入时的 6.47 倍，该股 2000 年 12 月底的收盘价为 43.00 元，扣除当初配股资金后，7 年投资收益率总计为 563.9%。见表 5.1。

表 5.1 飞乐音响与马钢股份分红配股情况

飞乐音响 1994 年以来分红配股		马钢股份 1994 年以来分红配股	
方案	除权除息日	方案	除权除息日
10 送 3 配 12，配股价 5 元/股	1994.4.11	10 派 0.18 元	1994.6.27
10 送 2	1995.5.15	10 派 0.3 元	1994.10.24
10 送 1.5 转 1.5	1997.8.1	10 派 0.4 元	1995.6.27
10 送 1.5 转 1.5	1998.10.7	10 派 0.1 元	1996.6.28
10 送 1.4 转 2.6	1999.6.4	10 派 0.1 元	1997.7.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

若当1994年1月底你投资1万元买马钢股份，至2000年末的本利和为1.066万元，远不如存在银行拿利息；若当时投资1万元买飞乐音响，至2000年末的本利和则为6.639万元。飞乐音响7年的投资收益率总计563.9%，与马钢股份的7年投资收益率总计6.6%相比，相差约85倍。所谓的“高价股”飞乐音响与“低价股”马钢股份的收益差别之巨大，令人难以置信，但这的确又是实实在在、没有任何水分的实际结果。

正确衡量股价水平的高低

股票的真正价值，是与企业的盈利能力及发展前景密切相关的，而与不断变动的股票市价并无多少相关性。从投资的角度看，判断股价水平高低的唯一标准，是与其投资价值的比较。盈利能力优异、成长性好的股票，股价即使在30元、50元以上，与其投资价值相比，仍有可能是偏低的，投资风险较小；管理平庸、盈利能力差且业绩持续滑坡、资产质量差的“垃圾股”，股价即使低到3元、5元，与其投资价值相比，也仍有可能是偏高的，投资风险较大。

目前，我国上市公司的管理水平、盈利能力和资产质量确实参差不齐，差距很大。优异公司的盈利连年持续快速增长，某些优异的企业，经营业绩甚至连年翻番，呈跳跃式增长；而一些劣质公司的经营业绩则是原地踏步或大幅滑坡，每股收益仅在维持小数点后面第2位的水平，甚至连年出现巨额亏损，令追随它的投资者赔了时间又亏了本钱。俗话说，“天上四两值地上千斤”。前者展翅高飞，海阔天空，任凭自由翱翔，低价位买入的价值投资者轻松又潇洒；后者在地上爬，磕磕绊绊，步履艰难，盲目介入者暗无天日，何时才见光明遥遥无期。

随着我国经济进一步向剩余经济过渡，企业间的竞争将更为激烈，“马太效应”将使两极分化进一步加剧。因此，有眼光的投资者应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该走出单纯以价格判断股价高低的误区，以股票的投资价值作为判断股价高低的唯一标准。俗话说，"宁吃仙桃一口，不啃烂杏一筐"，投资者宁可多花点钱买优质股票，也不要让资金长期困在慢吞吞爬行的劣质股或垃圾股里面。

当然，对垃圾股也不能一概而论，"垃圾里面有黄金"，垃圾经过加工后可能会身价倍增，这也是低价资产重组概念股和业务转型成功企业得以风光的原因所在。

另外，低价股与垃圾股应该说是两个不同的概念，低价股里有大量的垃圾股，但也有一些潜力股。这些潜力股虽目前业绩欠佳，但发展后劲大，其投资价值往往被市场低估或忽视。低价股中的潜力股，有些是由于其经营战略的重大调整而使业绩暂时处于低潮，有些则是由于市场的非理性而暂时被放错了位置，市场"不识庐山真面目"。而很多大牛股，往往都是从低价股中脱颖而出，或是上市初期由于市场冷遇而股价暂时处于低位，却为价值投资者提供了极为难得的投资机遇。

综上所述，判断股价水平的高低，只能与其内在投资价值相比较。因此，对股票投资者而言，能否正确判断股票的内在投资价值，是投资活动成败的关键。

灵活使用市盈率

股票市盈率，即股票市价与每股净利润的比值(市盈率＝每股市价/每股收益)。作为衡量股价水平与投资价值的重要标准之一，它简单有效，在世界各国股市都得到了广泛的应用，是国际上普遍采用的评价股价水平高低的重要指标。

假若投资者从二级市场以市价购入某股票，而该上市公司每年将每股净利润全部分配给投资者，则该股投资者的收益率为每股净利润与购入时每股市价的比率。显然，投资者的收益率与市盈率成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反比例关系。所以，市盈率愈低，则收益率愈高。

然而，投资者以市盈率为参考依据选股时，并不是说选择低市盈率的股票就能取得高收益。在挑选股票时，还要把个股当前市盈率水平和其成长性结合起来考虑。市盈率低的股票，并不能表明股价不会进一步下跌。若你买入的是进入衰退期的公司股票，如果市盈率不变，其每股收益的降低势必导致股价的下跌。而若买入高成长性企业，市盈率虽偏高一些，但随着业绩的大幅增长，股价仍将不断创出新高。所以，要以动态的眼光，从其成长性来考察市盈率的长期趋向。

还有些投资者看好某个行业后，往往去挑选其中市盈率最低的公司投资，结果选中的却是家劣质公司，这种贪图便宜的做法很可能要后悔莫及。可见，一味追求低市盈率的股票实为大不智之举，还是应该更加注重其成长性的优劣，尽力去寻找可实现财富快速增长的好股票。

有人可能要问，市盈率到底是多少才算合理？这个问题恐怕是因“股”而异的。不同股票合理的市盈率水平，应与上市公司主营业务产品所处的市场寿命周期有关。当企业处于投入期或成长初期时，其较高的市盈率水平是正常合理的。而进入成熟期或衰退期时，市盈率理应偏低。需要指出的是，投资者往往会在企业成长初期低估其投资价值，而不愿接受较高的市盈率水平；当企业处于成长末期或成熟期时，则又受到市场惯性影响高估其投资价值，而不能将市盈率水平降到适当标准。

上市公司的净资产收益率指标的高低，综合体现了企业的盈利能力和资产质量，历来是理性投资者选股时尤为关注的指标。因此，通常净资产收益率较高并具有增长趋势的股票，市盈率可适当偏高；净资产收益率较低且不具增长潜力的股票，市盈率则应适当偏低。另外，上市公司行业独特、产品独特、有垄断利润或有购并重组题材

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或有新的利润增长点等，市盈率水平适当偏高也是正常的。

总之，对股票合理市盈率水平的判断是一件涉及面广、计算较为复杂的工作。尽管如此，市盈率作为与投资收益率有直接关系的一个简单指标，对投资选股具有重要的参考价值，但应以动态发展的眼光看待合理市盈率水平的高低。

四、价值观念是投资的基石

理解你的股票

曾连续十年荣登美国十大优秀投资基金经理排行榜第一名的彼得·林奇，被誉为美国证券投资之神。当有人问他投资生涯中最重要的体会是什么时，他回答说："最重要的体会只有一个，那就是要真正理解你所拥有的股票。因为如果它下跌，你就要知道这意味着什么，从而决定买进更多或是将手里的抛出。"

"理解你所拥有的股票"，其实就是理解你手中股票的真实价值或内在价值。价值观念，可以说是一切股票投资理念的核心和基石。从一个比较长的时期来考察，无论是五花八门的题材还是层出不穷的概念，不过都是股市长河里的一朵朵小浪花，最终决定股价的根本因素还是公司的业绩，因为我们的股票投资收益完全是由企业的长期利润所决定的。

巴菲特为他的柏克夏·哈撒韦公司制定的投资策略是："以价值作为投资基础，而不是短期的炒作。"这一策略实际上是师承本·格雷厄姆的思想。巴菲特的这位导师认为："投资信息中最为关键的一条是公司的内在价值，投资者的核心任务是准确地计算出这个价值，然后只有当股价低于这个数值时才购买。这个原则必须遵守。"

极为注重价值基础的彼得·林奇也曾指出：对投资者来说，不应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为市场暂时的非理性而放弃稳固基础理论，因为这时候反倒能显示出市场自我调整的能力，它终究会以缓慢而无情的方式纠正非理性的行为。反常的行情可能突然发生，市场可能乐观过头，吸引一群没有警觉性的投资者，但真实价值最后还是会被市场承认，这是投资人应该注意的。

事实也的确如此，“浦东概念股”也好，“九七回归概念股”也罢，还有奥运概念、世博会概念，上世纪九十年代的龙头股四川长虹和深发展，以及其他种种曾经被市场疯狂拉升至高位的个股，无不经历了缓慢而无情的价值回归过程。而且可以肯定，“历史将重演”，将来还会有更多类似的情况发生，这也正是股市的风险和魅力所在。

价值判断“不求甚解”

虽然价值观念是一切投资理念的核心和基石，是投资活动成败的关键。然而，价值判断却绝非易事，格雷厄姆所说的“准确计算”谈何容易。尤其是在科技创新推动现代经济和社会生活高速发展的今天，要看清未来几年甚至几个月以后的变化，都是十分困难的。

企业的经营面临如此众多的内部与外部环境因素，怎么可能都看得一清二楚？更何况很多因素之复杂，是根本无法做定量判断的。例如，人的潜能即经营者的素质，你能算清其准确的价值吗？

投资大师彼得·林奇也曾感叹：“普通股的价值有其基本的不确定性，恐怕万能的上帝也不知道股票的市盈率应该是多少。”

显然，价值判断不能过于追求精确，因为由不确定的因素得出的确切数字并非那么可靠。如果能够通过对公司基本面状况的充分了解，再运用一些客观正确的评估方法，找出真实价值应有的大致范围，就已经算是很大的成功了。例如，当你弄清楚中国经济虽处于结构性调整之中，但并无特别严重的问题，而且 2012 年 10 月、11 月出现明显的转好迹象；当你研究中国的银行业，发现其资产质量和盈利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能力均处于历史最好水平，一些中型银行的不良率甚至大大低于国际同行中的优秀企业，且近年来持续保持30%至40%的盈利增长。在这样的大背景下，你应该相信有些优异的中型银行的真实价值，至少应该是10倍至20倍的市盈率。而“市场先生”却错误地给其4～5倍的市盈率，你就知道至少这些股票正在按其真实价值五折以下的价格销售。如果对自己的研究和判断有信心，就不应该放过这样的大好机会。

还有一点必须提醒投资者注意的是，要以动态的眼光进行价值判断，因为企业的基本面是不断变化的，以此为基础而评估出的价值当然也会随之发生变化。因此，对于企业基本面的变化，投资者一定要保持密切关注，及时调整，果断纠错。

树立中长线投资理念

1993年，在《福布斯》杂志编列的美国富豪榜中，除了著名的几大家族之外，还有69名个人，其中名列榜首的就是拥有净值83亿美元的沃伦·巴菲特，他也是这张富豪榜中唯一完全从股票市场获得财富的人。

巴菲特的卓越成就，得益于其长线投资理念，他通过常年对上市公司进行全面深入的分析与研究，寻找到了一个又一个业绩长期持续高速增长的上市公司，买入后长线持有，从而创造出一个又一个惊人的股票投资奇迹。

中国股市历经二十多年的发展，市场已从早期暴涨暴跌的狂热投机，逐渐向以理性投资为主过渡。信息披露的规范和市场监管的加强，使价值投资有了一个更坚实的基础。最近几年的市场行情演变，尤其本轮熊市底部区域市场对蓝筹股和价值被过度低估股票的青睐，已经展示出价值投资在渐渐成为市场的主流趋势。

中国股市经历二十多年大起大落的市场震荡，价值为王的时代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正悄然而至。如果你对大盘指数和银行股走势做对比，就会发现一些管理优异、业绩持续快速增长但市盈率却是市场最低的银行股在本轮熊市的2010年至2012年末的走势，总体是逆势上升的。

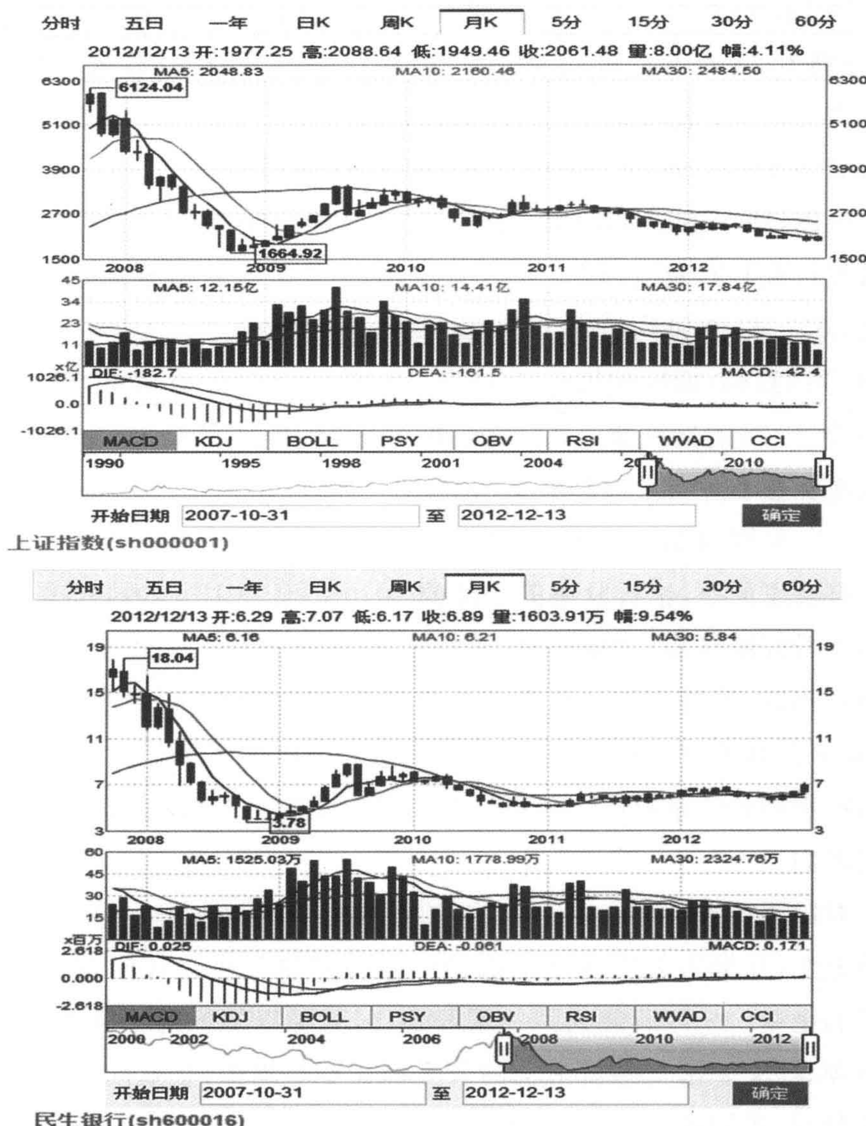


图5.4 民生银行与上证指数2007年10月至2012年12月走势比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从 2012 年 12 月 13 日的数据看，上证指数 2061 点，较之 2007 年 10 月的历史最高点 6124 点，跌幅高达约 66%；较之 2008 年 10 月的暴跌低点 1665 点，涨幅为 23.8%。而民生银行 2007 年 10 月最高价 17.9 元，在 2007 年 10 月至 2012 年 12 月期间有六次派发红利和红股，分别为 2008 年 4 月 10 股派 0.5 元、2009 年 5 月 10 股派 0.8 元、2010 年 7 月 10 股派 0.5 元并送 2 股红股、2011 年 6 月 10 股派 1 元、2012 年 6 月 10 股派 3 元和 2012 年 9 月 10 股派 1.5 元。

所以，民生银行 2012 年 12 月 13 日的股价为 6.89 元，若考虑六次派发红利和红股后，其与 2007 年 10 月可比的含权股价为 9.11 元，较之 2007 年 10 月的最高 17.9 元，跌幅约为 49%，明显低于上证指数 66%的跌幅；而民生银行 2012 年 12 月 13 日的股价 6.89 元，较之 2008 年 10 月的暴跌低点 3.78 元，由于 2008 年 10 月至 2012 年 12 月有五次派发红利和红股，6.89 元折合可比价为 9.06 元，涨幅高达 139.7%，是同时期上证指数涨幅 23.8%的 5.8 倍以上。

有意思的是，银行股逆势上涨的 2010 年至 2012 年，却几乎所有人都不看好银行股。“媒体经济学家”们危言耸听——政府平台债、房地产崩跌、经济衰退导致众多企业破产，国内金融机构很多一再减仓，众多普通投资者更是如同“远离毒品”一样远离银行股。而敢于大举投资银行的是，QFII 们和一些对银行有深入研究的机构和普通投资者们。

对股票投资者而言，至关重要的是通过不断地学习，找到正确的分析方法，并努力去发现尚处低价位且未来盈利可以长期持续快速增长的企业。一年若能找到一家好公司，就足以使你有不菲的收益。在当今，社会生活与经济活动的节奏都在不断加快，企业间的竞争也空前激烈，我们的投资也应灵活应对。

在我理解，股票持有时间的长短不是最重要的。最重要的，是你能否把握好股票价值与价格的关系以及企业经营基本面的变化而适

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时进退。从这个角度来说，在价值为王的前提下，中线长线皆是金。

只要你对企业长期增长前景的判断正确，公司的业绩增长终将会为市场所证实。而技术图形的好坏只能代表市场一时的心理和情绪特征，绝对改变不了公司的基本面，也改变不了股票的价值。

正如彼得·林奇所言："没有一种技术分析能持续超越令人心安的买进持有策略。"当然，投资大师林奇这句话的前提应该是——只买进和持有对的，不买进和持有贵的或错的。

五、买与卖的艺术

最简单的就是最好的

不少股评人士将股票买卖的技巧与策略说得玄妙高深、神乎其神，冠以"秘笈"、"秘诀"、"法宝"之类的字眼，给人以世外高人的神秘感。其实，那些所谓的"秘笈"、"秘诀"、"法宝"之类，往往听起来玄妙，实际用起来不妙，经验丰富的投资者对此早已深有体会。

真正有价值的投资理念与策略，应当以有实实在在内容的理性分析方法为基础，在投资实践中的具体运用并不高深、玄妙或神秘。巴菲特的主要方法就是现金流折现，而林奇的方法更加简单实用，就是找市盈率只有盈利增长率一半以下的股票。

最简单的也许就是最好的，寻找动态市盈率与盈利增长率反差最大的股票投资，确实会使你有低风险高收益的投资结果。

买其所值　卖其疯狂

当年宝鼎、南方、富岛等老基金经理人的股票投资理念，早在1995年下半年就开始转向寻找具有高成长潜力、价值被市场严重低估的绩优股中长线持有（这在当年的基金年报中有明确表述），并在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1996 年度及 1997 年上半年均取得不俗的业绩。

习惯于做庄操作的一些市场实力大户和超级机构们，也渐渐改变了以前虚无缥缈的所谓“概念”、“题材”为主的选股模式，而更加注重对个股的业绩题材（如成长性、购并重组等）及投资价值的发掘。

在沪、深股市的历史性变化中，广大投资者已开始逐步认识到，狂热投机时代旧的投资理念及操作模式，已不能适应理性投资观念渐成市场主流的沪、深股市，在风险意识和投资理念上已开始出现某种程度的觉醒和转变。无疑，市场主力的操作模式和选股特点将会更加注重对高成长性绩优股价值的发掘。

买其所值，也就是要在选股上首先考虑股价与其价值的偏离程度。寻找优势行业中的优势企业，并通过一定成长性指标（如净利润增长率、净资产收益率及增长率）筛选后，对选中的目标进行价值评估与测算。然后，将股价低于其价值的个股进行排队，选择成长较为确定、股价偏离其投资价值较大的股票作为购买目标。

在股价被市场低估、价值回归和过度投机的三部曲中，投资者主要去获取的应该是从市场低估到价值回归之间的差价，而要尽力避开过度投机后被高位套牢的风险。尽管股价向价值回归后出现的过度投机往往是最刺激、利润最丰厚的一段行情，但其风险也是相当大的。

理性投资者不应以追求过度投机的利润为主要目标。当股价经过长期上升，最后又不可思议地疯狂上涨时，投资者不能总是看着股价上升而兴奋不已，愈涨愈舍不得卖。此时切记不可贪恋，股市不会天天过年，疯狂之后很可能是长期的大幅下跌，接最后一棒者有可能会蒙受巨额亏损。

华尔街著名炒家伯纳德·巴伦奇曾说：“一次又一次，我把还在上涨的股票卖了——这也是为什么我能够积累财富的原因。很多情况下，我有可能赚得更多，但同样也有可能在股价下跌时遭受打击。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刻意追求股价达到最高时才卖出，是很不明智的做法，贪心者往往是自酿苦酒。反之，在股价下跌趋势出现之前抛出股票，是极为明智的做法，理性的投资者应学会赚取适当的利润。

买入需耐心 卖出靠决心

股票投资的成败，取决于买卖时机的把握和正确的操作。从市场的实际走势看，股价探底及低位盘底的时间往往较长。尤其当股市处于调整态势时，投资者应耐心等待底部的形成，如果难以把握，则可以在适当的低价位开始分批投入。

入市时机的选择极为重要，买入过早可能会有深度套牢之苦。若买入后股价下跌，你应反思一下自己对长线趋势及个股投资价值的判断有无大的问题。若对自己的判断有信心，应继续加码买进，耐心守候上升行情的到来。

在对个股的选择上，要尽力去寻找股价与其价值相背离的个股，并耐心等待由于市场的过度悲观气氛而导致股价被严重扭曲的机会出现。因为未来投资收益的大小是与这种扭曲的程度正相关的。

无论股价有多大的涨幅，只要你手中的股票尚未抛出，收益就仍然是“虚”的，也就是人们常说的“纸上富贵”。在收益未兑现之前，行情的变化随时有可能让你空欢喜一场。因此，买入股票后，什么价位卖出可能会时时牵动你的神经，对卖出时机的把握也就至关重要。

“高处不胜寒”，股价在高位的停留往往都很短暂，卖出的最佳时机稍纵即逝。犹豫不决只能错失良机，给自己留下一次又一次的遗憾。因此，一旦看准时机，就要敢于大胆清仓。卖一部分，留一部分，将会使你的收益大打折扣。

及时纠错 放胆去赢

很多投资者都有这样的经历，买入股票后遇到下跌，而买入价又

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在一个相对高位，此时，虽判断行情向下调整仍将持续，但由于不忍"割肉"认赔而抱着股票不放，结果亏损越来越大。其实，明智之举应该是不要在意暂时的失利，腾出宝贵的资金，是为了在下一次行情来临时抓住机会胜出。"留得青山在，不怕没柴烧"，只有保存实力，才能有东山再起的机会。

如果买进股票后，发现企业的经营业绩明显偏离预计值，或者当初决定买入时对企业的基本面一些关键因素存在误判，这种情况出现时，做出调整或改正错误的时间越早越好。勇于认错，及时纠错，是价值投资者应该具备的良好素质。

若低位买入股票后，股价开始上涨，也不要为一些小的波动而轻易抛出持股，毕竟选到一支好股票不容易，应该尽力做足行情，不要因小失大。索罗斯有句名言："成功的操作关键不在于做对多少次、做错多少次，而在于做对的时候赚多少、做错的时候赔多少。"也就是说，看准时机要敢于大量投入，并充分利用市场走势做足行情；发现错误，则要及时纠正以减少损失。

对价值投资者而言，只要价值低估存在较大空间，就不应该因为行情的上涨而轻易卖出持股，应该把价值回归的行情做足。然而，做足行情也并不意味着要卖到最高价，在接近最高价的顶部区域卖出，就是很大的成功。

很多投资者业绩不理想的原因，就是选股不适当时没能及时止损，低价位买到优异公司股票时却又过早放掉了。这就和玩牌一样，手气不好时输了，拿到一手好牌该你赢时又没能抓住机会，其结果可想而知。

买强势股　卖弱势股

熊市中有一飞冲天的牛股，牛市中也有逆势下跌的熊股。中长线投资应以价值判断为选股的主要依据，中线操作则应更加注重个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股的市场表现，即走势的强弱。中线操作的选股，主要是寻找价位尚在启动或正处上涨初期的强势股。

从市场实际情况看，股价无论是走弱或走强，某种趋势一旦形成，通常可维持几周至几个月，有些个股甚至可长达数年保持其强势或弱势特征，不断创出新高或新低。所以，在股价涨幅不是太大或没有长期受到市场追捧的前提下，应尽量去买已创出新高的强势股。这类个股看似风险很大，实际走势却往往会不断创出新高。

创出新高的强势股无套牢盘，上档无阻力，而下档则存在多处支撑，因而易涨难跌。另外，“世界上没有无缘无故的爱”，强势股不俗走势的背后，往往会有好题材或业绩成长的支撑，也许只是这些信息还没有公开披露而已。

出于贪图便宜的心态，很多人往往愿意去买从头部跌落或下跌后尚处整理之中的个股，实际上便宜没好货，这类个股在熊市会跌得面目全非，在牛市往往也长期徘徊不前。从高位跌下来，看似风险已降低，实际上进一步下跌的可能性仍很大。

“持强汰弱”有其一定的道理，关键看你如何灵活运用。对刚转入强势或维持强势特征时间较短的股票，应以持有为主，等待行情的进一步发展。而对刚转入弱势或未经历充分调整的个股，应及时派发，不宜轻易介入。

不少投资者卖股票时，往往以盈亏为操作依据，而轻易将正在持续盈利的好股卖掉，对亏损或盈利不多的股票却难以割舍。这么做恰恰放掉的是机会，留下的却是跌跌不休的弱势股。因此，若你想减少持筹，应先打掉弱于大盘走势的个股，而将价格走势强劲的好股留到最后。当然，若股价出现疯狂上涨时则另当别论。此时，为回避风险，急流勇退不失为明智的选择。

何时卖出持股

依据三位一体的投资策略，经过精挑细选买入一家企业股票后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不要为小的价格波动所迷惑，坚守中长线并耐心等待价值回归全过程的到来，是价值投资的基本策略。但若出现以下情况之一，则需要考虑卖出持股。

第一种情况是，买进后在跟踪企业基本面变化时，渐渐看清楚公司的基本面状况不如原先预料的好。这或者是当初的分析和预判存在错误，或者是由于公司经营内部或外部环境因素出现明显的不利变化，如竞争加剧、政策面重大变化等，而且企业主营业务收入和盈利也开始随之出现下降。

如果经过分析，确认这种业绩下降是经营基本面的变化促成，而且这种变化不能认定是短期影响，则应在第一时间果断卖出持股。退出观望，等待出现转机时再介入为宜。

投资者买入股票时，对企业基本面和股票真实价值的判断存在偏差是常有的事，没有人可以次次看得准。世界上至今还没有发现投资不犯错误的人。如果当初的买入存在误判，就应该及早纠正错误，抱侥幸心理往往是越套越深、损失更大。“小洞不补，大洞吃苦。”

由于企业经营的内部或外部环境因素变化，造成经营基本面逆转和业绩下降，也是常有的事，任何投资者都有可能遇到。内部因素的变化通常是发展战略、经营理念或是管理出了问题。

企业高管层的重大人事变动，尤其要重点关注，公司的经营政策和执行情况往往会因此生变。一个管理优异、尽职尽责的出色商业领袖，与一个不得章法、不思进取却又自以为是的平庸管理者相比，两者带给企业的结果可能有天壤之别。遇到后者，投资者唯一能做的就是果断卖出已经或即将受影响的股票。

外部因素的变化，则有可能导致市场需求下降、竞争加剧或企业盈利水平下降等。比如说价格战，一旦烽烟燃起，轻易不会结束，而且任何单个企业一般都无力扭转大局。遇到这种情况，适时急流勇退是明智的。恶性的价格战往往都是由于市场供求关系的逆转所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致。此时，能未雨绸缪，及时寻找到自己的经营蓝海，或以实质性的产品和管理创新赢得竞争优势的企业，才是值得继续持有的目标。

民生银行行长洪琦曾感叹，银行不良贷款就像冰棒，举在手里慢慢就化了。当企业基本面开始显著变坏时，持有的股票往往也是如此。在我二十多年的投资经历中，从早期的科利华、托普软件到近年的康芝药业、长城集团，几乎所有的案例都或多或少地符合这一特征。最明智的做法是，基本面变坏初露端倪时，立即全部卖出。

一旦基本面出现重大不利变化，以前的估值基础将不复存在，其价值要重新评估，而且往往随着时间的推移和业绩的滑坡，其真实价值有可能不断滑落。这种状况有时还会持续相当长的时间，1998 年由于恶性价格战而业绩大幅滑坡，股价也从巅峰持续滑落的四川长虹就是一个典型案例。

应当卖出股票的第二种情况，似乎更容易理解和把握：当买进股票后，价格出现持续大幅上涨，快速上升到合理价值区域内或以上。此时，价值投资基本目标已经实现，可以考虑卖出持股，再择机选择其他价值被过度低估的股票或是等待新的机会。

就是这个看似简单的操作行为，实际上，身陷其中的投资者往往很难做好，持续飞涨的股价很难让投资者保持理性和淡定，他们往往会找出种种理由进一步高估股票价值，从而伴随这场游戏进入高潮。当股价出现下跌后，很多人会寄望回到以前的高价，而实际情况往往却是在犹豫和等待中价格不断回落至新的低点。很多人最后的结果往往是一场空，甚至出现亏损。

1996 年初至 1997 年的大牛市，四川长虹股价上涨了 15 倍以上。从价值的观点，当初低价位时 3 倍左右的市盈率对应的却是 50% 的盈利增长率；而股价上涨 15 倍以上后，市盈率突然升至 50 多倍之高位。更严重的是，由于持续的价格战，公司从 1998 年上半年起盈利从持续高速增长变为持续大幅度下降。此时的股价则更是高得离谱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了！该股后来进入至今长达 15 年的持续下跌周期，没有及时抛出的投资者蒙受了巨大损失。见图 5.5。

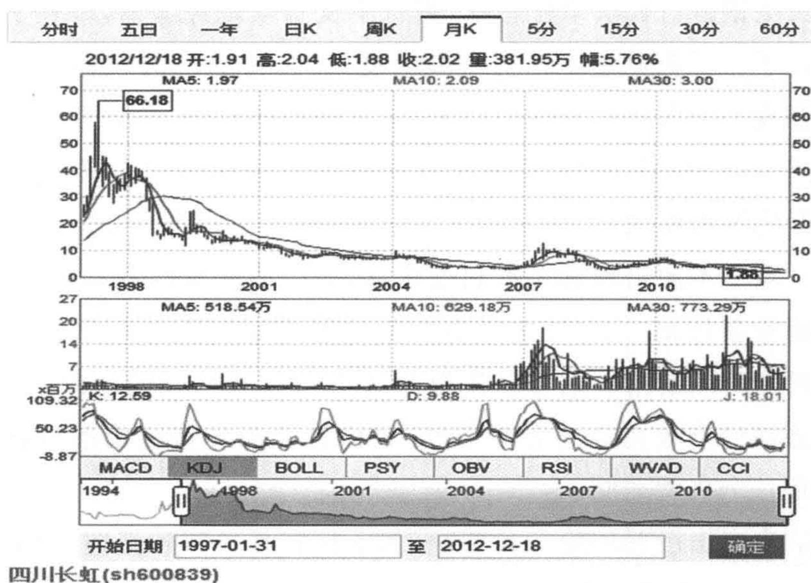


图 5.5 基本面逆转后的四川长虹股价月 K 线走势

所以，即使在低价位选择到管理优异、成长潜力大的上市公司，也并不意味着就万事大吉了，而是要密切关注其经营业绩和影响其经营的内部和外部环境因素的变化。要能够及时看清楚其实质性变化，并适时、果断、灵活地应对。

底部区域买 顶部区域卖

最高价与最低价是可遇而不可求的。职业操作者的最高境界也只能选择次优，即底部区域买与顶部区域卖。具体操作上，则以市场平均市盈率历史高点和低点及辅之以适当的其他分析工具为参考依据。

市场平均市盈率的历史高点和低点，在新一轮行情中，有可能达不到，也有可能被突破。但无论如何，在这样的低点和高点附近，表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明股价已接近或达到高位和低位。

若股市历经长期下跌后，走出持续数月在某一价位附近震荡徘徊后向上突破，但由于上升过快或涨幅过大而出现回调，这类回调一般多为牛市中的回档，回档至某个价位盘出的底部则为中期底部，这正是未抄到大底的投资者介入的良机。

而当上升过快或累积涨幅已很大，股价在高位整理时，则应密切关注其突破的方向，如果行情出现顶部特征或跌势已被确认时，则应果断抛出所持股票。

底部区域与顶部区域是一个模糊的概念，一般认为，在底部形态或顶部形态内，或在偏离最低价、最高价10%范围内的股价，都属于底部区域或顶部区域。稳健的投资者，往往是在股价有效突破底部或顶部时大量吃进或派发，这在价格上虽然吃点亏，但对行情的把握却更为可靠。

对普通投资者而言，还是应以中长线操作为主，不做或尽量少做短线。只要选股正确，目标企业的基本面基本符合预期，相信“中线长线皆是金”、“炒家不如藏家”是不会错的。

同等或相近条件优先买小盘股

股票和商品一样，价格变动都要受到供求关系的影响，因此也同样适用于“物以稀为贵”的道理：流通盘小的个股，买盘稍增，股价即可上扬；流通盘大，推高股价则需大量的买盘才行。

所以，如果两家公司基本面状况相近，即管理素质差距不大、资产质量等风险因素也相近，同时价值被低估的程度也相接近时，应优先选择小公司股票。

1998年，沪、深股市均以下跌约5%的年阴线报收，而若以该年度最高收盘价和最低收盘价的差额计算，仍有89家股票涨幅超过100%，其中深市34家，沪市55家。在这89家涨幅超过100%的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票中，流通盘不超过 5000 万股的有 69 家，约占 77.5%。89 家股票的平均总股本约为 13 728 万股，平均流通股本约为 3965 万股。其中，流通盘最小的交运股份仅 1200 万股。

国内外许多研究结果也都证实上面这个现象并不是偶然的，而是有一定的规律可循，即投资于小公司股票比较容易取得高于平均水平的收益。美国芝加哥伊博森金融事务所一项统计显示：若在 1925 年同时对大公司股票和小公司股票进行长线投资，至 1995 年时，小公司股票平均升值为本金的 3822.4 倍，而大公司股票仅平均升值为本金的 1113.9 倍，可见小公司股票的长线收益更为显著。

著名投资大师欧奈尔曾对美国股市 40 年中涨幅居前的股票进行研究，发现其中 95%的公司在业绩和股价出现突飞猛进之前，其流通股一般都不超过 2500 万股。而 1970 年至 1982 年间，市场明星股的平均流通盘大小是 1180 万股。

小公司股票有更好的表现，其实道理很简单。除了流通盘小易于炒作外，小公司尤其是创业初期的小公司，往往勇于开拓进取，富于创新精神，而大企业则更容易陷入懒散和平庸。

此外，通常对于一个总股本 5000 万股的小公司而言，其盈利从 500 万增长到 1000 万并不太困难，但增长率却是 100%；而对于一个总股本为 100 亿股以上的大盘股而言，盈利要从 10 个亿增加到 20 个亿，恐怕要困难得多。显然，小公司具有更大的业绩增长潜力和股本扩张能力，因而可能带来更高的投资收益回报。

然而，小盘股也并非十全十美。创业初期的小公司往往抗风险能力较弱，更高的风险对投资者做行业研究和公司分析提出了更高的要求。目前，在深圳股市推出的创业板，就是一个高风险与高收益并存的投资选择。

投资小公司可能获得惊人的高收益回报的经典案例是爱使股份。在 1994 年以前，爱使股份一直是沪、深两地股市中总股本最小的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"袖珍股"。1992 年 5 月 25 日，上证综合指数创下 1420 点的第一个历史巅峰时，该股当日收盘价为 26.5 元。按其 1991 年度每股收益 0.033 元计算，当时公布的市盈率Ⅰ大约为 803 倍，股价高得吓人。

但是，即使你当时在沪市 1420 点的历史高位以 26.5 元的价位买入，然后长线持有，并接受每一次的送配股，经 1992 年度 1 送 1 配 2（配股价 5.50 元）、1993 年度 1 送 3 配 1.2（配股价 7.00 元）、1994 年度 10 送 2、1995 年度 10 送 5 后，原先的 1 股已变成 37.44 股。按 1997 年 3 月 6 日该公司股票 12.08 元的收盘价（当日上证综指收盘为 1079 点）计算，1992 年 5 月 25 日每股 26.5 元的投资，已升值为 407.68 元（配股资金已扣除），四年零九个半月的投资收益率为 1438%，而同时期上证综合指数从 1420 点跌至 1079 点，跌幅为 24%。也就是说，若在 1992 年 5 月 25 日的 1420 点时，每投资 1 元钱购股，到 1997 年 3 月 6 日，按大盘的平均跌幅要亏损约 0.24 元，本金仅剩 0.76 元左右。而若投资爱使股份，1 元钱本金已变成 15.38 元，与 0.76 元相比，两种选择的资产价值结局竟然会有 20 倍以上的差距。

小盘股由于股本小，随着业绩增长，股本扩张潜力很大，持续的、绵绵不绝的股本扩张能力是孕育大牛股的温床。通过每一次送、配、转股方式扩大股本，除权后的市价会有较大的降低，这就为市场对其炒作提供了题材和较大的股价上升空间，因而小盘股的市场活力和成长性往往大大优于大盘股。

爱使股份、中集集团、苏宁电器、伊利股份等一大批股价增长数倍、数十倍的股票往往都经历过多次除权——填权——再除权——再填权……而启动时的股本规模愈小，就愈有条件在业绩增长的同时频繁扩张股本。

投资者在寻找优势行业中的优势企业的同时，应给予小盘股以特别的关注。上市最初几年股价连年大幅上涨，涨幅均达 10 倍以上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的苏宁电器和伊利股份，上市时是总股本仅为9316万股和5016万股的小盘股，业绩的持续高增长使其多次高比例送、转、配股后股价仍可维持在高位，长线投资的股东获得了丰厚的投资回报。

长期持续高成长股票是投资首选

和生物一样，上市公司也有其生命周期。初生期一般问题比较多，常会面临生存危机。经历了初生期而存活下来的，就将进入一段快速成长期，然后是较为稳定的成熟期，直至最后的衰退期——再次面临生存危机，而经过重大调整或转型成功者，又将进入新一轮成长周期。

对价值投资者而言，只有盈利持续高成长企业才能持续带给你超出平均水平的收益，因此，在选股时最应该关注的就是上市公司的盈利成长性。无论其股本大小、股价高低、有无故事或概念、有无题材或庄家，只要具备出色的盈利成长性，就可以为投资者带来丰厚的投资收益回报。

在社会经济发展变化迅速，市场竞争日趋激烈的今天，长期持续的高增长几乎被投资者视为远离现实的神话。盈利长期持续保持高增长的优异上市公司虽然几乎是百里挑一、凤毛麟角，然而在任何时候、任何市场却都是存在的。

作为传统产业的中集集团，虽然没有什么精彩的题材或故事，且其产品几乎是单调乏味的，但这家公司就是由于赶上了中国投资和出口拉动型为主导的数量增长型经济时代，再依靠其优异的管理，从而保持了长达十多年的盈利快速增长，堪称是我国股票市场传统产业中优异上市公司的经典范例。

中集集团从1994年至2007年，盈利保持快速增长，14年间仅有2002年一年的盈利出现一定下降，其余13年盈利均保持了持续快速的增长。从1993年盈利6782万元，到2007年盈利316 537万元，14

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年间盈利增长 46.7 倍，保持年均 31.6%的增长率。见表 5.2。

表 5.2 中集集团经营业绩的变化 单位：万元

时间	主营业务收入	利润总额	税后利润
1993	69 474	7848	6782
1994	134 197	11 383	9349
1995	235 685	17 856	13 864
1996	347 799	22 266	18 148
1997	429 268	25 958	19 401
1998	491 350	33 204	24 576
1999	519 687	29 572	25 763
2000	894 984	62 736	45 749
2001	676 551	69 474	54 301
2002	907 867	62 083	46 485
2003	1 380 022	88 019	68 269
2004	1 856 196	209 357	178 199
2005	3 095 931	306 123	266 914
2006	3 316 780	315 025	277 172
2007	4 876 083	350 030	316 537
2008	4 732 728	192 703	140 691
2009	2 047 551	146 539	95 897
2010	5 176 832	502 271	369 093
2011	6 412 505	248 277	158 433

如果你在 1994 年 12 月底以收盘价 11.39 元买入 1000 股中集集团股票，投入 11 390 元(未计入买入手续费)，至 2007 年 12 月底以收盘价 25.88 元卖出，期间经过 12 次派发红利、送股和转股，1000 股变为 16870.6 股，卖出后为 436 611 元(未计入卖出手续费)，资本增值 37.3 倍，这个数据还没有计入历年派发的红利。而 12 次派发的红利税前累计值为 20 107 元，税后派发红利至少也是买入和卖出手续费的几十倍以上。见表 5.3。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.3 中集集团 1994 年 4 月至 2007 年 12 月利润分配情况

时　间	派发红利、送股和转增股票情况
1995 年 8 月	10 股派 4 元送 4 股
1996 年 6 月	10 股派 3 元送 3 股
1997 年 6 月	10 股派 0.1 元送 3 股转增 0.3 股
1998 年 6 月	10 股派 3 元送 1 股
1999 年 7 月	10 股派 2 元
2000 年 7 月	10 股派 2 元
2001 年 7 月	10 股派 2 元
2002 年 6 月	10 股派 5 元送 5 股
2004 年 6 月	10 股派 3.8 元转增 6 股
2005 年 4 月	10 股派 5 元转增 10 股股
2006 年 7 月	10 股派 3.8 元转增 1 股
2007 年 6 月	10 股派 4.3 元转增 2 股

中集集团的案例告诉我们，不要小看业务简单的传统产业，其中主营产品顺应时代发展且管理优异的企业，一样能创造令诸多高科技企业望尘莫及的长期持续高增长业绩。业务简单的好处是让你容易看懂，且减少了很多经营中的不确定性或风险。

上个世纪 70 年代，成长股投资理念曾经风靡美国股市，就是因为上市公司持续的盈利快速增长能给股东带来极为丰厚的投资回报。比如，若在 1914 年以 2700 美元买入 100 股 IBM 公司股票，到 1977 年，100 股已增至 72 798 股，市价总值增至 2000 万美元以上，63 年间增值了 7407 倍。

本·格雷厄姆在《聪明的投资人》结束语里写道："最聪明的投资方式就是把自己当成持股公司的老板。"巴菲特认为："这是有史以来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于投资理财最重要的一句话。”

若你真把自己当成持股公司老板，则投资股票实际上就是投资于企业，谁想介入那些管理平庸、永远是一副老面孔、经营上缺乏新意、年年业绩毫无起色的企业呢？在最近两三个财务年度，经营业绩能保持30%左右甚至更高增长的高成长性公司，应该成为价值投资者的首选目标。

本章要点汇总

◎ 股票的“真实价值”可以通过对上市公司盈利能力以及未来发展潜力的分析与评估得出。根据经济学原理，价格总是围绕价值波动，股票价格对其价值的偏离终究会被市场纠正，市价早晚要向其“真实价值”靠拢。

◎ 过度恐惧或乐观的情绪，或早或晚会回归正常。因此，当股票的市价偏离其真实价值时，买进或卖出的时机也就来了。

◎ 集中投资的主导思想是：选择少数几种在股市波动中可以产生高于平均收益的股票，将你的大部分资本集中投资在这些股票上，不管股市短期升跌，耐心持股，稳中取胜。

◎ 长期而言，对于整体经济长期保持上升趋势的国家或地区，股市波动的方向总体是向上的，而上市公司的业绩增长是股价不断创下新高的原动力。

◎ 判断股价高低的唯一标准，是与其投资价值的比较，而并不是以某一个价格水平来衡量的。

◎ 一味追求低市盈率股票实为大不智之举，还是应该更加注重其成长性优劣，尽力去寻找可实现财富快速增长的好股票。

◎ 上市公司行业独特、产品独特、有垄断利润、有购并重组题材或有新的利润增长点等，市盈率水平适当偏高也是正常的。

◎ 要以动态的眼光进行价值判断，因为企业的基本面是不断变化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，以此为基础而评估出的价值当然也会随之发生变化。因此，对于企业基本面的变化，投资者一定要保持密切关注，及时调整，果断纠错。

◎ 投资股票持有时间的长短不是最重要的。最重要的是，你能否把握好股票价值与价格的关系，以及企业经营基本面的变化而适时进退。

◎ 在股价被市场低估、价值回归和过度投机三部曲中，投资者应该主要去获取从市场低估到价值回归之间的差价，而要尽力避开过度投机后被高位套牢的风险。

◎ 考虑卖出持股的第一种情况是，买进后在跟踪企业基本面变化时，渐渐看清楚公司的基本面状况不如原先预料的好。

◎ 应当卖出股票的第二种情况是，买进股票后价格出现持续大幅上涨，快速上升到合理价值区域内或以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章　赢家必备的心理素质

股市是一个能够不断创造出发财致富奇迹的地方，因而总是吸引着大大小小的投资者投身其中。不论是机构大户还是寻常百姓，不论是出于投机心态还是投资的考虑，大家的目标都是一致的：希望在这里实现致富的梦想。

然而，梦想却并非人人都能够实现，“一人赢、两人平、七人亏”是中外股市经久流传的定律。股市在充满了“致富梦想”诱惑的同时，也充满了风险，多少曾风光一时的投机客，终因后来的失误而前功尽弃，甚至倾家荡产。也有一些人由于惧怕风险而谨慎保守，结果是裹足不前。真正能长期持续取得成功的人，是勇于面对挑战、善于思考并找到正确投资方法的人们。

股市的失败者和成功者中，既有中小散户，也有资金雄厚的实力大户和机构。可见，资金量的大小并不是决定成功与否的关键。那么，成功者和失败者之间的本质差异到底在哪里呢？是投资理念，包括投资方式、投资策略和选股方法，而这一切又都要受到投资者心理因素的影响。

无论理念多么先进、方法多么正确，没有良好的心态同样会屡屡犯错。可见，是否具备良好的心理素质，是决定投资成败的一个尤为重要的因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、人性的弱点——成功的障碍

为了培养良好的心理素质，首先必须认识股市中有哪些人性中固有的弱点会影响投资者的心理活动。在股市中，为什么很多人会一次又一次地犯同样的错误？是人性的哪些弱点阻碍了我们的成功？长期赢家又具备哪些超越常人的素质？我们需要如何培养良好的心态？这些都是投资者需要认真思考的问题。

愚蠢的"市场先生"

美国证券投资之父本·格雷厄姆曾经塑造了一个寓言式的人物——"市场先生"，用来描述股票市场的非理性，甚至是荒唐。

你可以想象"市场先生"是一个极易受情绪困扰的经营伙伴，他每天都会跑来告诉你，他愿意以某个价格买进你的股票，或者以同样的价格将他的股票卖给你。有时，他的心情不错，相信未来是光明的，就会向你报出高价；而有时，他又会因为暂时的困难而变得十分沮丧，只愿意出个很低的价格给你。但是，无论"市场先生"出的价格多么荒诞而遭到多少次拒绝，他都不会介意，第二天他还会带着一个新的价位再来，日复一日。

对于"市场先生"种种喜怒无常的表现，你既可以选择忽略，也可以设法加以利用，但千万不能被他牵着鼻子走。

也许是金钱的魅力实在难以抵挡，人们在与钱打交道时，常常会显得比任何时候都要浮躁、急于求成、侥幸、贪婪或是恐惧。而由千千万万投资者构成的股市，更是各种非理性情绪汇集和宣泄的"场所"。

不仅如此，市场往往还具有将人们的情绪加强和放大的作用。当别人都对股市前景充满信心时，自己的信心也被加强了，于是越来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越多的人都加入到股市中来，股价不断创出新高；当股价涨得过高，一轮又一轮的下跌使大家心存疑虑时，恐惧情绪会迅速传染和蔓延，于是股价开始放量跳水。

正是由于市场对个体情绪的这种强化作用，导致股票市场经常是非理性的，不是过悲就是过喜。而个体情绪的过度波动，归根结底是由人性的弱点造成的。如果你不能充分认识股市中人性的弱点，就无法理解市场的非理性，还经常会被“市场先生”牵着鼻子走。若不能努力克服人性的弱点，并成为一个理性的投资者，你就只能随波逐流，任凭股市潮起潮落的摆布，成功的彼岸则可望而不可即。

股市里的人性弱点

1. 心态浮躁

众所周知，股市的波动是多方面因素综合作用的结果，这些因素包括宏观经济、政策法规、供需状况以及市场心理等。但是，千万不要认为风险全部来自外界。其实，每个投资者本身也是风险来源。

谁都想轻轻松松赚钱，然而一旦踏入股市，投资者难免会有“人在江湖，身不由己”的感触，自己的情绪会不由得跟着股价波动而起伏，看着股价节节攀升，自己的热情也越发高涨；而一旦遇到股价下跌，便开始垂头丧气甚至心急如焚。在这种异常情绪下，投资者极有可能做出不理智决策。毫无疑问，这将导致更大的风险。

很多人可能都有过这样的经历或体会：当看到某只股票的股价节节升高时，会不由得心动，尽管股价已经较高，随时可能调头下跌，但还是生怕错过赚钱的大好机会，也就忍不住加入到抬轿的行列中去，结果往往是接过了“烫手的山芋”。

相反，有时候手中的股票已经开始下跌，却不愿接受失误或亏损的事实，于是抱着股票不放，盼望转机到来。然而，往往事与愿违，随着股价的进一步下跌，身心备受折磨，不堪忍受时，只得忍痛“割肉”，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损失惨重。

心态浮躁是投资取得成功的大敌，投资者应该首先从自身的角度来减少风险和失误，不要让善变的情绪影响到自己的正常思维。当然，身在股市中，即使是经验丰富的投资老手，也难免会因情绪波动而犯不理智的错误。保持理智，绝非易事，但不能因此就放弃努力。

2. 赌博心理

通常情况下，大多数人的理性远胜于赌性。然而，当利益诱惑实在太大时，人类与生俱来的赌性则往往会占上风。比如，日常生活中的抽奖、买彩票，总是有众多积极参与者，人人都想碰碰运气，说不定“天上掉馅饼”的好事就会落到自己头上呢。

还有一些自命不凡的人，总以为自己是福星高照，到处都想试试运气。如果暂时赢利，他们会愈发飘飘然起来；即使一时运气不佳，也绝不承认自己的失败，总会找到为自己开脱的理由，并且深信会有时来运转的一天，甚至继续加大赌注；如果输得更惨，他们就会作赌徒之搏，行为更加不理智，直到最后输光被迫出局。

刚进入股市的新手，尚未有过惨痛的教训，对股市的风险也缺乏足够的认识，就非常容易犯这种错误。开始也许还不是十分“胆大”，但是如果运气好，尝到了那么一两次甜头，他们很可能就会如同服了兴奋剂一样，对股市赌博越来越上瘾，却不知自己已处在非常危险的境地。

抱有赌博心理的人，不愿意一分耕耘一分收获，总希望走捷径侥幸成功，但好运不可能陪伴他们一生。如果不及时醒悟，迟早会栽跟头。在股市寄希望于侥幸或运气的人，注定会抱憾而去。

3. 急于求成

股市中总有一些活跃分子，可以称得上是“市场信息”集散中心。他们善于四处打听小道消息，探听庄家动向，而且还会相互交流，然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后再将消息和传闻兜售给他人，而其他人也乐于接受这样的信息，快速致富的心态使很多人热衷于此道。

可是，大家想想看，有人获利，必然有人亏损。股市中，彼此都是对手，别人怎么可能平白无故地把赢利机会让给你？其实很多“可靠”消息根本就是庄家故意设计的圈套，就等着你往里钻呢。

再说，小道消息一传十、十传百，中间任何一个环节都可能有人故意把黑的说成白的。等消息传到你耳朵里时，它还靠得住吗？就算真是可靠消息，也很可能已经过时了，等你跟进时，别人已经在大量出货了。

除了小道消息，报刊、广播、电视、网络等各种媒体的股评也恰恰迎合了人们急于致富的心态。无论是对大盘走势还是个股涨跌，股评家们都会言之凿凿地“指点迷津”。然而，有意思的是，注重个性的股评家们各抒己见、互不认同，摆在你面前的将是一道多项选择题，如果没有独立研究和思考，那么能否选对就全凭你的运气了。

独立研究，那不是太费时费力了吗？哪有打听消息来得快呢。但是，别忘了那句古训，“欲速则不达”。急于求成的人，根本没有做好投资所必要的公司分析和价值判断工作，仅仅凭一条朋友的消息或专家的建议就草率入市，不是等于把自己辛辛苦苦挣来的钱拿去冒风险？如果股市中真有什么捷径可走，岂不是早已实现“共同致富”了吗？

4. 盲目跟风

急于求成、喜欢走捷径的人，自然也不会冷静地独立思考，更不会有自己的主见。“随大流总不会犯大错吧？”别的事也许是这样，但在股市中却绝非如此。在股市赢利的总是少数人，单凭这一点就不难推断出盲目跟风会有什么样的结局。

格雷厄姆还曾经讲述过这样一个有趣的寓言故事：一位石油勘探者上天堂的时候，圣·彼得告诉他一个坏消息：“你的确有资格进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入天堂，可是你也看到了，分配给石油开采者居住的地方已经客满了，我也没有办法把你安插进去。”石油勘探者想了一会儿，便问圣・彼得：“我能不能跟那些住在天堂里的人们讲一句话?”圣・彼得答应了他的请求。于是，那个石油勘探者大声喊道：“地狱里发现石油了！”话音刚落，天堂的大门突然被冲开，所有的人蜂拥而出，向地狱跑去。圣・彼得觉得他很特别，并立刻邀请他搬进天堂。可是，那位石油勘探者却犹豫片刻说：“不，我想我还是跟那些人一起去好了。”

这个故事虽然只有寥寥几句话，却刻画出了市场的非理性和大众的盲目跟风。股票市场一次又一次疯狂投机的潮起潮落，使我们认识到：股市里汇集了太多各种各样的情绪，既有喜悦、兴奋、激动，也有焦急、压抑、悲伤、恐惧，癫狂和抑郁在这里交替发作。如果不能保持头脑清醒，总是盲目跟风，必将迷失在这非理性的世界里。

5. 贪婪

贪婪总是使人奢望能够以最低价买进、最高价卖出，而结果却往往事与愿违。正是由于贪心，往往在买卖决策时犹豫不决，该买的时候没有买，该卖的时候没有卖，错失良机。

在股票经历价值被低估——价值回归——过度投机的过程中，第三阶段的风险最大，投机性也最强。尽管有识之士一再忠告投资者应主要着眼于做好前两阶段的投资，但是面对行情最刺激、利润也最可观的第三阶段，还是有很多人在贪婪和赌博心理的共同驱使下甘愿去冒巨大的风险。尤其是对热门股的追捧，每一次上涨都会再次刺激投资者的胃口，管他什么风险，全然被贪心的人们抛至脑后。

当人们的贪婪达到顶峰、都争先恐后地把最后一块钱投入股市的时候，最危险的时刻也就来临了。一旦大机构清仓出货或者出现什么利空消息，顷刻间股价跳水，持股者仓皇出逃，股价则一路下跌、长期低迷。

上海梅林也曾经是这样一个典型的例子。在网络热的高潮中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上海梅林受到广泛关注和追捧，并且成为网络股领头羊。从 2000 年 1 月 4 日开始，上海梅林股价由 8.78 元开始加速上扬，到 11 日已涨到 15.17 元，涨幅达 73%。12 日至 20 日期间，股价在 14～16 元之间整理。见图 6.2。此时，其市盈率已达到 50 倍(1999 年年报显示每股收益为 0.32 元)，即使考虑到网络股的特殊性，它的上涨空间也已经很有限了。

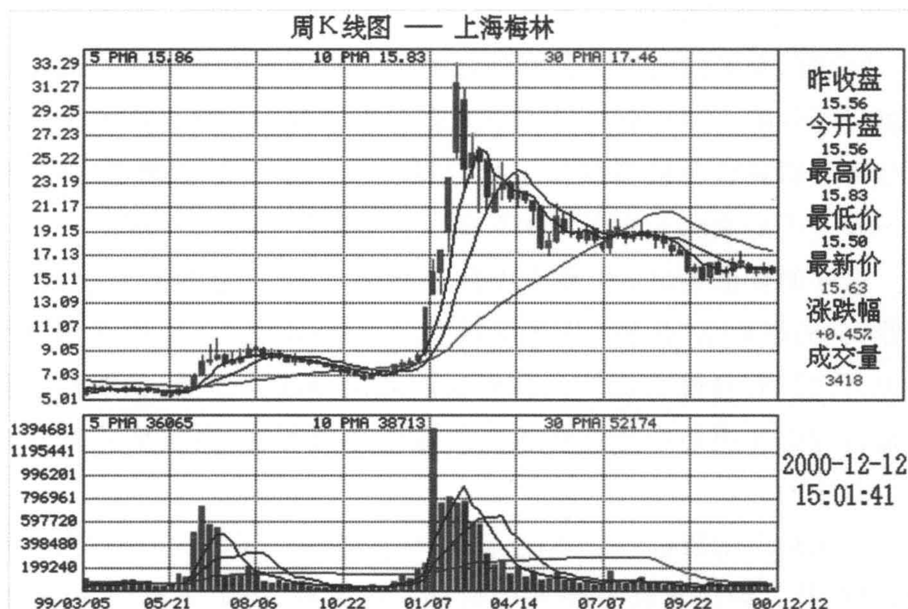


图 6.2　上海梅林周 K 线走势

尽管已经有人认为，此时风险已大，应该卖出了，但随后由于庄家的拉升以及火爆行情极大地刺激了人们贪婪的欲望，市场还是疯狂地将上海梅林推至 2 月 17 日的 33.26 元高位，市盈率高达 100 多倍。自 1999 年 12 月底以来，一个多月的累计涨幅竟达 300%以上！

就是在最高价附近，还是有不少贪婪的人不顾风险进场，不幸庄家清仓出货，把股票抛给了他们。随后股价一路下跌，这些人也只有自己品尝苦果了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越是求富心切，越是容易暴露出贪婪的本性，高了还想高，跌了还盼跌，而全然不顾巨大的市场风险和现实的市场状况。结果，许多人无奈地发现，自己总也踩不准那起起落落的股价波浪的"步点"，便开始陷入垂头丧气、怨天尤人的消极状态中。不但赢利无望，身心更是饱受摧残，真是赔了精力又折本，这可都是人们那永无止境的贪欲惹的祸呵。

6. 忧虑和恐惧

"哎呀，今天的股价看起来怪怪的……我要不要抛掉呢？现在还可以等等看吧……待会儿说不定又涨上去了呢……要是涨不上去怎么办呢？那我就会输得更惨了！记得上次小李差不多就是这样吧？……万一还是能涨上去呢？我不就一下子发财了吗？……"

这样的忧虑方式，在股市中像连续剧一样没完没了地上演着。当然，我们得承认"忧虑"有其正面作用，暂且称之为"深思熟虑"吧，这种"忧虑"有时确实能够找到解决问题的办法。但是，长期而重复的盲目忧虑和担心却是造成投资失败的原因所在，其负面作用也是不言而喻的。

如果忧虑情绪进一步恶化，则会产生恐惧心理，从心理学角度来说，恐惧是一种比贪婪更强烈的情感。有时候，恐惧能够阻止冒险，是人类自我保护的本能反应。但如果我们完全被恐惧心理束缚住，恐惧就变成了走向成功的障碍。

过分恐惧往往使人只看到困难，而看不到有利条件和自身优势。所以，内心恐惧的人往往会主动放弃努力、放弃探索、放弃尝试，自然也就放弃了成功。

投资者往往在股价最高时最乐观，眼看着股价节节攀升，心情也跟着兴奋起来。而在股价达到低谷时，也最悲观沮丧。随着股价步步下跌，心情也从浪尖坠落到谷底，害怕亏损的情绪笼罩心头，惊慌失措的状态下，不管手中的股票是黄金还是垃圾，一律清仓抛出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于理性投资者来说，恐惧也许并不是件坏事，反而可以利用市场普遍存在的恐惧心理。比如，在熊市的后期，元气大伤的股民已完全笼罩在恐惧情绪中，神经极度脆弱，近乎绝望。逃离股市往往成为很多人的无奈选择，对于他们来说，逃离股市也许还意味着逃离恐惧。然而，恰在此时，却是理性投资者入市投资的最佳时机。因为想卖股票的人，都卖得差不多了，跌无可跌。大量的股票被严重低估，此时，大胆择优买进才是明智之举。

7. 不愿承认错误

有些人过分自信，他们总会想象自己比别人聪明，能够选择到获利的股票。可糟糕的是，他们的判断依据往往都是随手可得的表面信息，却并不会下工夫去深入研究。为了表明自己一贯正确，他们总是抓住错误的选择不放。如果看到自己的股票下跌，既不愿承认自己的错误，又不愿接受亏本的现实，于是抱着幻想迟迟不肯抛掉股票，也就不能及时制止进一步的损失。

比如，在2000年的牛市行情中，很多人都抱怨“为什么指数涨了，我却赚不到钱？”原因很简单——在牛市中选错了个股，却又迟迟不肯承认。昔日曾是沪市超级绩优股、龙头股的四川长虹，就是一例。

2000年3月7日在成交量的配合下，四川长虹似乎已突破前期形成的双底颈线位（技术分析关键阻力位），第二天又出现放量的跳空小缺口，显示走势十分强劲，许多人以为长虹的机会来了，纷纷买进该股。结果当天四川长虹爆出天量，交易量创下了历史纪录。可没想到，长虹3月9日17.1元的股价竟是2000年的最高价。见图6.3。

那时被套的投资者中，有很多人都是一边看着大盘的上涨，一边抱着四川长虹不放。他们想，大盘走势这么好，长虹也应该会涨起来吧。

其实，稍做些公司分析就不难发现，从1998年的中期报表开始，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就已经显示出长虹的业绩不断下滑，截至2000年初，彩电行业的价格大战已经打了数次。从最初长虹为了占领市场并确立行业老大地位而发起的战略性价格大战，已经发展到了恶性价格竞争。

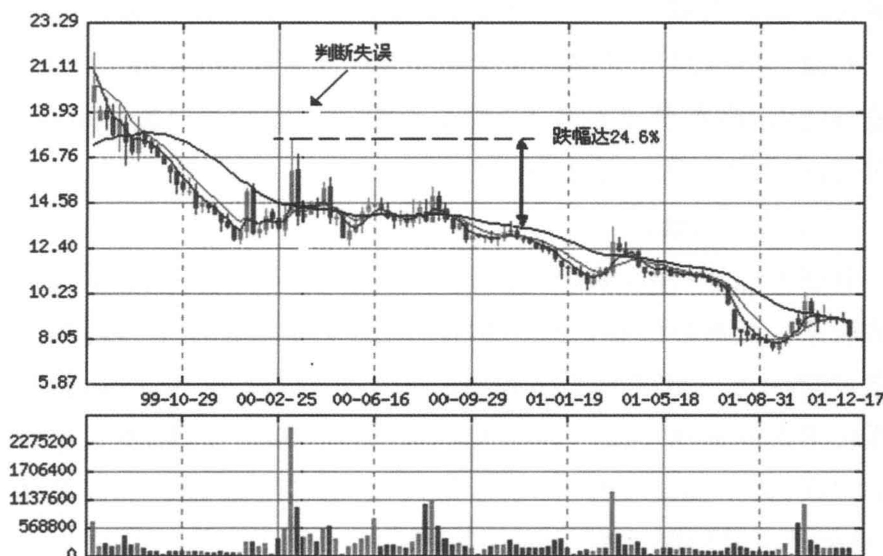


图6.3 四川长虹周K线走势

企业经营的基本面状况如此糟糕，可还是有不少人就是不愿轻易承认自己的失误，仍然寄希望于股价的反弹，甚至以为只要不把资金兑现，这次投资就还不算失败。可是只要稍微计算一下，就知道损失已经有多么惨重了。从3月9日到11月30日，上证指数的涨幅为19.5%，而四川长虹却跌了24.6%。

从某种角度看，股市是人类情绪综合表现的场所，因此极其复杂难测。只有通过不断地积累经验和摸索总结，掌握正确的投资方法和股价起落的一些内在规律，才能成为成功的投资者。

保持理性

如果你没有真正了解自己正在做的事情，就不能对此形成自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的正确观点和理念。股票投资也是这样，如果不是真正充分地理解它，你就不会有制胜的长期计划和方法、步骤，也不能对即将发生的可能情况做好心理准备，走一步算一步，又怎么能控制好使自己保持理性呢？股价上涨也好，下跌也好，都是心中没谱儿，不知道哪里是安全的，哪里是危险的。所以，跟风、贪婪、恐惧等人性的弱点就会轮流地控制你，你也就只有听凭股市的摆布了，其结果可想而知。

在股票市场，保持理性并不容易，而不能控制情绪或盲目跟随市场的结果，往往只能在一次次潮起潮落中迷失。保持理性，掌握正确的投资理念和方法，独立于市场主流情绪之外，这是获得投资成功的重要保障。每当市场处于即将转折的关键时期，拥有这些特质尤为重要。

二、赢家的必备素质

人非草木，任何成功的投资大师也必然有情绪的波动，但往往他们在做投资决策时，能比一般人理智得多、冷静得多。是什么原因使他们具有如此超凡的自我控制能力呢？

如果你经常感觉在股市中像只迷途的羔羊不知所措，或者总是因为大喜或大悲而犯错误，那么不如先停下来，虚心地看看那些股市赢家们到底有什么过人之处，究竟他们是怎样取得成功的。

遵守准则

对于一个投资者来说，遵守准则是获取成功所需要具备的最重要素质之一。巴菲特曾说，他之所以能有今天的投资成就，就是依靠了“自律”和“愚蠢”这两个东西：自己的自律和别人的愚蠢。

和巴菲特一样，那些长期战胜市场的投资赢家们都有自己的一套制胜策略和准则。这些策略是在长期的投资实践中逐渐形成的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只要是行之有效的，他们就不会轻易改变。而且，随着时间的推移，他们会不断改进策略，使之日臻完善。

赢家自己用熟了的方法，就如同作战的勇士都有自己的武器一样，用得越久越顺手。而且他们会严格遵守准则，不为当时的市场风潮所左右。他们清楚地知道什么是有切实把握的投资，因而不会盲从于别人。如果因为策略本身的缺陷导致了失误，他们能够仔细检查失误，分析原因，并加以改进。

考察一下成功的人士和成功的公司，你也会发现他们都非常遵守规则。对于如何运作他们的资金，都很有自己的想法。相反，如果你的投资方法总是随着市场变化而摇摆不定，那么你就永远缺少一把标尺，无法做出衡量，因而往往也是缺乏决断力的。

独立思考

市场上到处是各种传言、消息和专家的投资建议。你知道哪些消息是可靠的？哪些是不可信的？哪些又是圈套？解决这些问题，最好的办法就是独立思考。同时，独立思考也可以帮助你尽量避免因为盲目跟风而犯下的愚蠢错误。

人们在做投资分析时，常常会受到周围情绪的影响。市场行情越火爆，分析人士就越容易被牛市的乐观情绪所包围，而忽略了牛市即将转向的危险信号；下跌时间越久，市场的悲观气氛越浓，分析人士也越容易被熊市情绪控制，而错过熊转牛的绝佳时机。

在市场极度兴奋疯狂，或者极度悲观沮丧的时候，如果你仍能保持理智和冷静，客观地独立思考，就显得难能可贵，这也是成功投资大师们所具备的素质之一。

当然，独立思考要建立在正确分析方法的基础上。许多成功者都是通过勤奋地学习和不断实践与总结，摸清影响股价变化的主要因素，深入挖掘关键因素，再根据自己的知识与阅历背景特点，逐渐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

摸索总结出一套适合自己的投资策略。

正确认识自我

同样都是理性投资者，但采用的投资方法可能各不相同。因为每个人的知识背景、风险承受能力、心理素质、资金量等都是千差万别的，别人的方法，自己不一定用得好。一个优秀的投资者必须了解自己的能力和不足之处，只有正确认识自己，才能更好地了解股市并正确应对。

了解自身特点并制定相应的投资策略，也是赢家普遍具有的特点。但做到这一点很不容易，人性中存在的虚荣心、骄傲、担心、嫉妒、自负和压抑等弱点，都可能成为了解自我的障碍。

如果你愿意调整自己的心态，正确认识自己的优势和欠缺，你就有可能更好地发挥长处，并能主动避开短处。

巴菲特就很注重并擅长对企业的分析，他知道自己是保险和其他一些传统行业的专家，也承认自己对于高科技知之甚少。因此，在四十多年的投资生涯中，他只投资那些自己熟悉的行业。巴菲特认为，去做自己不熟悉的行业，就要冒很大的风险，因为你无法正确判断该行业中股票的投资价值。

了解自己，还包括正确认识自己的不足——哪些是超出自己能力之外的，哪些是可以通过学习弥补的。有的人擅长企业财务分析，有的人擅长行业分析，还有的人擅长技术分析。但是，仅靠一种手段，往往还不能正确解决问题。如果能扬长补短，将会使投资分析更加全面。

投资大师们的成功经验，我们可以学习和吸取，但他们的投资模式，我们却不能完全照搬或模仿。根据自身特点和投资的实际情况，摸索总结出一套适合自己的投资模式，才会更加有效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耐心

在组成成功的公式里，耐心这一项很重要，因为大多数投资决策的成败都需要长达数年的时间去验证。如果你确实是经过充分的研究分析而买入了自己精心挑选的股票，就要有充分的信心和耐心留住这些股票。

可能在你买的时候，这只股票还没有引起人们的注意，市场也还没有认识到它的价值，还需要你耐心等待一段时间。在这段时间内，股票有可能在一定范围内上下波动，还有可能会继续下跌，而且，这种状况有时会持续一二年，甚至更长时间。

这时候你只要注意考察，如果这只股票的基本面情况仍然良好，就不要急于卖掉。很多异军突起、表现不凡的股票，事先都会有很长一段较为沉闷的整理期。往往有人抱怨，他们买到过不少“黑马”，但总是卖得太早了，结果与“黑马”失之交臂。其实，就是由于他们缺乏必要的耐心。

在股票上涨行情中，通常不是“一帆风顺”，中间可能会有波折。对股票价值心里没谱的人，往往就在这个时候被吓跑了。若你经过充分的研究，掌握股票价值的合理区间，对价格上升目标就会有一个合理的预期，也就不会因为心里没底而匆匆撤退，过早将股票卖出而错失大好行情。

成绩卓著的投资赢家，总是不断努力寻找那些价值被市场低估的股票，抢先别人一步购买，他们不会因为没有立刻得到市场的认同就放弃好股票，而且还将充分利用每一只选中的好股票，做足一大段行情。

保持一份平常心

亢奋、躁动、忧虑、恐惧……投资者的种种情绪交替出现，使股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不断跌宕起伏。而随着市场走势的变化，投资者的情绪会继续强化。这时，能否控制自己的情绪就成了一块区分赢家和输家的“试金石”，保持理性与冷静确非易事。

是否具备理性的心态决定着成败得失。有这样一个故事，古时候有个小伙子胆小怕死，不敢上前线抵抗侵略者。于是他的父亲对他说：“上了战场，既有活着回来的，也有不能回来的。相比而言，能活着回来是福气，不能回来也很正常。在不能回来的人当中，有受伤的，也有战死的。相比而言，受伤是福气，战死了也很正常。在受伤的人当中，有轻伤有重伤。相比而言，受轻伤是福气，受了重伤也很正常。”儿子听了父亲的话后，立即报名入伍。在战场上，他时刻牢记父亲的指点，勇敢杀敌。最后他不仅没死，而且成了一名颇有战功的将军。

对于想获得成功的投资者来说，最重要的就是要努力驾驭好自己的情绪。是非成败寻常事，赢了是福气，亏了也很正常。情况糟糕的时候不要太悲观沮丧，行情看涨的时候也不要太乐观兴奋。因为，不论是过度沮丧还是过度兴奋的心理状态，都会使人的判断力产生强烈的偏差，从而难以做出正确的决策。而在股市中做交易时，越客观越好的道理是不言自明的。因此，保持冷静的头脑和平稳的心态非常重要。

勇于承认错误

也许你已经在股市上小有成绩，觉得做股票越来越简单了，可是你有没有考虑过，这其中运气的成分占了多少？下一次你还能取得好成绩吗？如果买入股票后，股价不涨反跌，你能冷静地找出原因吗？对理性投资者来说，最要紧的是冷静分析成败的原因。

如果的确是投资决策上的失误，勇于承认自己的失误并且果断卖出，才是尽可能减少损失的明智之举。损失有一种恶习，那就是它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会愈演愈烈。所以，如果你不在该接受的时候接受它，一味抱着反弹希望，结果往往会越陷越深，不但资金被套牢，还失去了其他有利的投资机会。更重要的是，这会分散你的精力和注意力，还会打击自信心，严重影响投资心态，以致行为更加不理智。

这就和打仗一样，与其是大量消耗实力硬拼，不如以谋略取胜。在战场上，首要的任务是保存实力，遇到不利情况，不可鲁莽行事。情况不利时只有迅速撤退，再去寻找更有利的机会方为上策。

投资大师也好，散户赢家也好，不可能保证每一次都打胜仗，犯错误人人都在所难免。但成功者之所以能够长期战胜市场，是因为能够把错误造成的损失减少到最小，并不断总结经验教训以提高成功率。及时发现错误、勇于承认错误并且研究总结，也是赢家的必备素质之一。

勤奋和投入

无论是研究巴菲特、彼得·林奇这样的世界顶级投资大师，还是考察其他中外股市的成功者，都会发现他们最基本的共同点之一就是：对股票投资十分感兴趣，并且都是非常勤奋、十分专注并投入大量时间去研究投资。

巴菲特除了认真吸取其导师格雷厄姆的学说精华，还设法学习更多教科书中所没有的知识。从年轻时，他就养成了钻研的习惯，总是争分夺秒地研究学习，全身心地投入阅读信息资料和学习各种投资专著。在他的投资生涯中，为了筛选最佳股票，他经常要阅读大量年报、季报和各类期刊，并仔细分析评估股票投资价值。

彼得·林奇曾是富达公司旗下麦哲伦基金管理人，被誉为投资奇才。在他的领导下，麦哲伦基金曾经创下连续十年被评为美国最优秀基金的记录，平均年收益率达到 30%，比市场平均水平高出 15 个百分点。取得如此巨大的成功，除了天分之外，应归功于他的勤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奋。他说："对于自己所关心的事物，人们有时显得太狭隘，考虑得不够全面，而我则关注一切。"他还强调，"如果你考察10个公司，总会找到1个比较有投资价值的；如果你考察了100个，就会找到10个。总是那些翻越最多山岩的人才会取得这场游戏的胜利。"

总之，要长期战胜市场，仅靠投机取巧和一时运气是不可能达到目的的。想要成为股市赢家，取得令人羡慕的收益，必须要付出努力，对股市做深入细致的研究。只有花大力气研究分析，才能看清、看透目标企业的基本面和变化趋势。这样，面对金融媒体中出现的不同观点，也就不会无所适从。

对于感兴趣并准备购买的股票，一定要尽可能做到全面深入细致的了解，并要去了解竞争对手情况并加以比较。而且，在选定目标购买后，还要继续关注这家公司和整个行业的发展状况。这样，如果出现下跌，你就知道这意味着什么，并能决定是应该继续买进还是该立即抛出。

通过对股市赢家普遍所具有的素质进行分析，使我们明白他们能更好地控制情绪的原因所在。成功的关键，是肯下工夫正确认识股市并掌握正确的投资方略，抓住大的趋势和主要因素，忽略次要的。掌握总体规律，才有可能成为理性的投资者。

如果你还没有在股市中摸清方向，不妨通过学习成功者和对照自己，检查自己在什么地方还有欠缺。同时，做好你的个人投资记录。定期地回顾和总结你所做过的投资，并分析当时的心理，以及每一次投资成功或失败的原因。只有通过不断地实践与总结，你才能逐渐克服非理性的弱点，不断提升对股市的判断能力和投资技法，这是理性投资者走向成功的必由之路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、战胜市场的重要法宝

“主流观点”不可靠

证券市场中所谓的“主流观点”经常能够风靡一时，但往往都是哗众取宠的流行或时髦的玩意儿，仅为迷惑投资大众而已。

比如，曾经盛行一时的“网络股”、“购并股”、“科技股”、“香港回归概念股”、“奥运板块股”和“世博会概念股”等，还有其他五花八门的题材板块，其实并没有多少人能真正理解其实质含义。

那些跟随“主流观点”亦步亦趋的投资者，恐怕更多的是想享受一种置身于市场主流的美好感觉，但是，这种美好感觉却往往并不能为投资者增加丝毫的胜算。恰恰相反，绝大多数人最终都要为这种美好感觉付出沉重的代价。

琼民源、蓝田股份、重庆啤酒，这些曾经红极一时的股票，价格都有过连续几年飙升的辉煌历史。当初他们上涨至巅峰时，仍然有许多“专家”和市场人士不遗余力地为它们摇旗呐喊。那位当年红遍全中国的股评大师给股民的座右铭“买民源，捂民源，全年追踪琼民源”，结果却让许多中小散户都纷纷“吃药”上当，遭受“灭顶之灾”。

“少数服从多数”，这条民主原则在证券市场并没有什么市场。历次行情演变至原有趋势发生转折时，多数人往往都还停留在已延续多日的思维惯性之中，即使是专家和机构大户也很难保持清醒和超脱。

在熊市向牛市转折的拐点处，熊市阴云并没有完全散去，绝大多数人对股市是否已真的停止下跌没有什么信心。在潜意识里，没有人会喜欢持有正在下跌的股票或在市场低迷时持有股票，而对那些持续疯狂上涨的股票却非常着迷，而且是股价愈涨愈想买。结果，投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者往往因贪婪而高价买进股票，又因恐惧而在低价时将其卖出。

当市场摆脱低潮逐渐好转的时候，被吸引入市的投资者变得越来越多，到后来连对股市根本不了解的人都进场了，牛市也就达到了最高潮。此时，人们对股市所寄予的热情也随着市场的升温而达到了顶点，大家都想乘着这股劲儿推动股市和自己的财富再创新高。对于眼前不寻常的高价，人们通常会找出各种新思维、新观念来解释它的合理性，而很少有人愿意怀疑这喜人的涨势会出现逆转。

但是，潮起潮落乃寻常事，高潮后面必有低谷，即将出现的牛转熊演变，不会因为人们的过度乐观而放慢脚步。一旦市场出现逆转，高位买入的投资者，必将为自己的疯狂付出沉重的代价。

2000 年 3 月份以前，美国经济和股市都已连续保持了长达十多年的高速增长，新经济的代表纳斯达克尤其表现出极为强劲的涨势。除了极个别的“不和谐噪音”之外，人们都对愈发欣欣向荣的股市寄予了极大的热情。

暴利的驱动和火爆的行情，使处于亢奋情绪中的人们再也不能冷静客观地思考了，人人都在持续不断地加大对股市的投资。对于高得惊人的市盈率和大量亏损公司股票反而暴涨的怪现象，人们试图通过不断强调“不能用传统观点和标准衡量新经济，应站在新的高度以新的思维来看待”等说法，来缓解自己心头那一丝隐隐约约的不安。

当时，有人提出了“注意力经济”这个概念，认为企业的价值是由吸引的眼球数所决定的，而与企业本身有无盈利关系并不大。这一近乎荒唐至少是超越社会现实的新价值观，却使芸芸众生为之倾倒。美股纳斯达克市场中，投资者万众一心地为股价上涨寻找理由，几乎和当年日本股市只涨不跌的大和民族神话如出一辙。

然而，正在大家想方设法自圆其说时，纳斯达克却出人意料地崩溃式下跌，一年多后市值损失竟达 70%以上。投资者被无情的暴跌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拉回到现实，此时的他们不仅对新经济火辣辣的热情踪影全无，甚至悲观地走向了另一个极端。

各种媒体每天必定要讨论关于大盘走势的话题。在牛市出现转折之前，大多数“专家”和市场分析人士都会看好后市，使人们更加期待股市能进一步走高。可往往正当大家热情高涨、欢欣雀跃的时候，股市却会突然调头转向，来势之迅猛令人措手不及。此时“专家”们又纷纷出来修正以前的观点，愈是此前极为乐观的专家，此时的观点愈是悲观，这种事后诸葛亮对投资者是没有任何益处的。

“月有阴晴圆缺”，股市也总是有涨有跌。人们总希望能顺应股价走势，适时买入或卖出。但事实已经无数次证明，在大势即将转向的时候，主流观点和大多数人的判断往往都是错误的，这一点普通投资者应该铭记在心。

切莫随波逐流

人性天生偏爱“秩序”，所以人们总是试图去摸清股市变化的规律，希望知道股市的长期趋势、中期趋势如何，更有甚者还会不自量力地想去预测短期走势。然而，影响股市的环境因素很多，并且错综复杂地交织在一起，这使得股市千变万化、难以捉摸，没有人能够总是准确地预测出股市的走势。牛市还能持续多久？熊市何时方能结束？无论是“专家”或“权威人士”的分析，还是大家一致认同的观点，都未必可靠。

大多数投资者最强烈关注的，往往是下一个交易日或下一周的波动趋向。如果你看不清股价未来的走势，那么所谓的“专家”或市场人士除了能对已经发生的市场情况侃侃而谈、讲得头头是道之外，对后市的判断也不见得比你高明多少，听他们指点迷津也不可能增加你胜算的机会。

股王巴菲特认为，股市预测“专家”存在的唯一价值，就是使算命

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先生更体面而已。我想至少对于那些对短期波动不知天高地厚、指手画脚的人来说，股王的批评并不过分。

既然股市有这么多的不确定因素，那么投资者该如何使自己立足于股市而不被淘汰呢？当然首先需要投资者对股市有一个正确清醒的认识，在这个基础上，着重分析股票的价值，并利用价格与价值的背离去寻找投资机会。

股王巴菲特对市场预测丝毫不感兴趣，因为他有一套自己的投资策略：“我们只是设法在别人贪心的时候保持谨慎恐惧的态度，而唯有在所有人都小心谨慎的时候，我们才会勇往直前。”

其实，由于受到市场群体心理的影响，股票市价并不总是能客观反映资产的内在价值。市场就像个哈哈镜，企业的真实经营状况往往被严重扭曲。有一些业绩平庸甚至是垃圾股票，被人们炒得过于火热，其价格高得离谱；而另一些真正有价值的股票却经常被人们忽视和低估。“久涨必跌，久跌必涨”，股价若偏离了股票的内在价值，从长期看，它终将会改变方向，向价值回归。

回顾中国股市历经的一个个题材热点，从 1994 年左右的“浦东概念股”、1996 年的“绩优股神话”、1997 年的“九七回归”概念、高科技概念，到后来的资产重组和 1999 年的网络题材，2008 年的奥运概念……无论当时流行什么概念，其股价都被推到了极致，而在最高潮时大量涌入市场“赶时髦”的跟风者则损失惨重，苦不堪言。

另一方面，在整体市场处于低潮时期，股市门庭冷落，而恰在此时，其实有不少质地优良的好股票被严重低估，但却很少有人敢于建仓买入。

“人弃我取”，选择暂时被市场冷落而价值被低估的股票持有，耐心等待价值回归之日的到来，这是很多价值投资者投资制胜的重要法宝。

巴菲特常常在市场低迷时大胆出击，他说：“价格下跌是由于投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者的悲观态度，这种态度有时是针对市场整体，有时则是针对某个特定的行业或公司。我希望能在这样的市场环境下投资，并不是我喜欢市场的悲观态度，而是因为我喜欢它所制造出来的价格。”

综上所述，由于非理性的市场经常不是过悲就是过喜，导致股价经常不能够客观反映公司的真实价值。所以，明智的投资者不必盲从于市场主流或迷信“专家”的观点，而应该冷静思考，勇于做出自己的判断。在市场极为疯狂的时候，避免在高价位买进光彩炫目的泡沫，从而避免严重的投资错误；而当恐惧使市场走向另一个极端时，则大胆买入、择股建仓。有时避开热点、独辟蹊径会使投资者有更大的机会品尝胜利的果实。

特立独行　逆向投资

人性的贪婪、跟风和恐惧经常将市场推向两个极端，而在这种市场极度疯狂或极度恐慌时，主流观点往往又会推波助澜，使投资者更加难以看清形势，从而在不知不觉中陷入非常被动的局面。我们经常说要“顺势而为”，但往往在股市的转折时期，所谓的主流观点却经常是错误的。此时，正确的选择应该是与市场主流观点相反，逆向操作。

20 世纪 60 年代后期的美国，股市被一些高价位的绩优成长股所主宰，比如人们熟悉的 IBM、雅芳、宝丽来、柯达、麦当劳等，这些股票合称为“漂亮的 50 股”。它们的成长性使得投资大众疯狂着迷，人们对它们的喜爱几乎达到了崇拜与迷信的程度。这些股票当时的市盈率已经超过了 50 倍，但盲目乐观的投资者却全然不顾眼前的风险。他们认为最睿智的做法就是买下这些股票，并当作传家宝一样收藏好，然后一边打着高尔夫球，一边等着股价的上涨。

与之相反的是，巴菲特认为当时的市场中充斥着投机风气，实在难以找到真正有价值的投资对象。于是，在 1969 年，巴菲特结束了他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的合伙投资业务，把所得收益及本金全部返还给股东。果然，股市在1972年初便开始下跌进入熊市，“漂亮的50股”更是遭受惨重打击，直到七八年甚至十年以后，这些股票才重新回到原来的高位。

而在美国股市十分低落的1973年和1974年期间，巴菲特又再度入场，并发掘出备受市场冷落，但却值得长期投资的“华盛顿邮报”。到1992年，“华盛顿邮报”的市场价值由1973年的8080万美元增长到27.10亿美元，30多倍的增长为巴菲特带来了巨额的利润。另外，巴菲特还购买了很多其他股票，这些股票都是当时几乎所有投资者都不看好的公司，恰恰是市场的抛弃使股价远离其价值，而将绝佳的投资机遇奉送给股王。

金融投机大师索罗斯认为，市场是有缺陷的，认识并利用这一缺陷就能获得巨大的成功。同样，在大多数投资机构正为“漂亮的50股”所陶醉时，他却抓住机会大量卖空这些股票。因此，在其他投资经理都胆战心惊的1973年和1974年里，索罗斯却大发横财。

面对市场的疯狂与恐慌，理性投资者的明智做法是勇敢果断地与市场潮流相对抗，大胆“逆势而为”。市场转折常常以极为迅猛的方式发生，投资者若等趋势完全逆转，机会早已失之交臂，成功的投资者往往都是在最高点或最低点形成之前提前采取行动。

还记得本·格雷厄姆用来刻画市场非理性的那位“市场先生”吗？投资者若想不被“市场先生”所愚弄，就要充分了解其不可理喻的喜怒无常之愚蠢，并且要学会控制自己的情绪不受其影响。如果你具备了这个能力，当“市场先生”情绪很冲动的时候，你就知道这是陷阱，根本不用理会他。即使别人都被他感动了，你也要坚信自己的判断，不要为之动容。同时，如果还能大胆采取相反的策略，被戏弄的就是“市场先生”自己了。

“众人皆醉我独醒”，这是极为难得的一种境界，也是价值投资者需要修炼的一种素质。特立独行，逆向投资，以清醒和理智超脱于市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场主流情绪之外，这是很多投资大师长期战胜市场的重要法宝。

四、如何成为成功的价值投资者

不可否认，当市场行情在趋势的延续期间比较平稳地运行时，市场主流的观点经常是正确的。然而，人类贪婪与恐惧的天性注定会将市场带到波峰和谷底两个极端，导致市场经常处于过度乐观或过度悲观的状态中。往往一种趋势即将逆转的时候，投资大众和市场主流仍会沉醉其中，这就难免要犯严重的错误。投资者若一味盲从市场或跟随市场主流，其犯下的错误足可令其以前辛辛苦苦所积累的胜利果实损失殆尽。有时候，一连串的正确还不够为一次重大的失误买单。

无疑，市场潮流的强大力量令绝大多数人都难以抗拒，能够敢于对抗市场主流并提出相反观点的人，实在是少之又少。然而，股市中的赢家，却正是这些少数人。因此，投资者应该学会保持冷静的头脑，理智地思考问题，当市场走向极端时，在巅峰和谷底反市场主流之道而行之。这样不仅能避免损失，还可以取得非凡收益。

逆向思维虽说是个好方法，但也不是人人都能获得成功。逆向投资者需要具备一些必要的基本素质条件。

形成自己的价值判断标准

大多数人总是不由自主地追随潮流。原因之一，就是他们缺乏对股市的正确认识，没有正确的投资理念指导，也没有正确的价值判断标准。这些人只能寄希望于顺势操作，跟随市场潮流亦步亦趋。但是，在市场走向极端，并即将面临转折的时候，当然也就无法用正确的价值标准来衡量，更不可能提出对抗市场主流的观点。

不少投资大师都善于逆向投资，对所谓的“市场主流”观点历来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不屑一顾。其实，正是因为他们都掌握了正确的投资方法，有一套正确判断价值的方法和投资准则，并且在长期投资实践中，不断地检验和完善了这些方法和准则。

成功的投资者，总是善于把握股价变动的基本规律。而在影响股价变动的各种因素中，公司的盈利能力和发展前景又是最根本的，它决定着股价的长期趋势。所以，理性的价值投资者，一般都很重视分析企业的经济命运，并由此来判断股票的内在价值。

由于价格总是围绕价值上下波动，所以，价格偏离价值的程度越大，价格回归价值的可能性和收益就越大。也就是说，真实价值被市场严重低估的股票，出现股价大幅上涨的可能性最大；同样，真实价值被市场过于高估的股票，出现股价持续下跌的可能性也最大。以价值分析为基础的理性投资者，正是以此为依据进行逆向投资的。

那么，如何判断股票的内在价值呢？有的研究者建立和改进了许多评估模型，但都无法通过这些模型得出一个准确的结果。事实上，这不是一个用精确计算就可以解决的问题，因为其涉及太多的不确定因素。因此，由确定的模型和参数计算出来的结果，只能作为一个参考。投资者还应该更多地考虑一些不确定因素的变化，以及其他一些无法量化的因素，如决策者的素质、技术创新能力、品牌和商誉等无形资产。

一旦有了自己的价值判断标准，当发现股票的价格与其内在价值出现严重背离时，投资者就可以不必盲目地追赶潮流，而应该充分运用自己的投资策略，并通过自己的正确判断来进行有效的投资。

一般来说，热门股往往很快就会被追捧上天，超出其合理价位，此时，尽管大家仍然对其看好并寄予厚望，但价值规律决定了其以后的上涨可能性小且空间极为有限，同时下跌风险却非常巨大。因此，热门股在一段时间的飙升后其实是收益小、风险大的投资品种。明智的投资者，当然应该选择避开热点而另辟蹊径，去寻找价值被低估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的、不大吸引众多机构和投资大众眼球的股票。

投资者如果能充分利用客观的价值判断标准，将目光投向被市场冷落的股票，并先于大众购买，那么，等到股票价值回归的时候，你将会有很大的获利空间。这样，投资者不仅可以有更大的把握盈利，而且还能看着自己的判断逐渐得到市场的认同，超前于市场主流的优越感就会油然而生，这大概也是投资的乐趣吧。

无论公司分析和价值判断多么繁杂辛苦，最终的决策和盈亏可就在那一念之间。决策正确则顺风顺水，选错股票则要实实在在地付出代价。

相信自己的判断

巴菲特曾说："我一直相信我自己的眼睛，远胜于其他的一切。"

价值投资者之所以敢于买入不被大多数人看好的股票，是因为他们相信自己的判断，相信这些股票终有一天会给他们带来丰厚的利润。与赌徒的自命不凡不同，这种自信来自于对事物的正确认识。要做到这一点，投资者必须经过不懈的努力，这是确保投资成功的唯一途径。

另外，要想对股票的价值做出正确的判断，还应该讲究一定的方法。大多数投资者往往只根据一些广为人知的信息，对股票做出评价，但这其中可能有两种情况会导致错误判断。

其一，信息的不完全真实。上市公司的公开资料也可能有粉饰包装，甚至是虚假成分。何况，幕后试图操纵股价的主力资金或庄家，还可能会利用各种渠道散布不可靠的消息，以达到其不可告人的目的。

其二，人们的喜好、厌恶等情感倾向，可能会夸大或忽略某一方面的信息，而人们的看法又相互影响，从而导致市场不能客观地对股票进行评价。这些都使得对股票的分析更加困难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"只要工夫深，铁杵磨成针"，股票投资也是如此。首先，广泛地搜集相关资料是必不可少的工作。彼得·林奇在领导麦哲伦基金时期，总是非常广泛地搜集资料；为了获取第一手资料，投资大师费雪则亲自登门造访企业，并且和企业管理层、员工及客户"闲聊"；有的投资大师还认为有必要去访问企业的竞争对手，以便获得更全面可靠的信息。

当然，作为普通散户，要完全模仿大师们的做法，显然是不太现实的，但还是可以在自己力所能及的范围内搜集资料，如公司年报、中报、公司动态报道、相关行业动态及统计数据以及一些商业网站的统计和信息披露等。

而且，整理资料、分析资料也是非常关键且深具挑战性的工作。哪些信息是虚假的传闻？哪些财务数据是经过刻意粉饰的？这都需要投资者自己来辨别。比方说，要考虑信息的来源是否可靠，那么在阅读公司年度报告时，就应仔细留意其中有没有前后不一致、措辞含混或遗漏的地方，还可以对照该公司以往的年度报告进行研究。

假如你的资料和推理都是正确的，你就有理由相信自己的判断也正确。即使你的看法与别人相反，你也应该坚持己见，而不必苟同大众，更不必迷信一些所谓的"专家"或"权威人士"。在股票市场，真理往往在少数人一边。

有了对股票的充分了解和信心，你就不用在市场极度恐慌时卖出股票。相反，这才正是价值投资者大举投资的最好时机。每当股市大跌，都是巴菲特最忙碌的时期。巴菲特说："当人们对一些大环境事件的忧虑上升到最高点时，事实上也就是我们的最佳交易时机。恐惧是追赶潮流者的大敌，却是注重公司基本面的财经分析者的密友。"

开阔思路 消除偏见

人们总是有各种理由形成对股票的偏见，要么过于狂热地推崇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

某些行业,要么又过于冷落另外一些行业。

1999 年下半年到 2000 年初,几乎所有人都在兴奋地谈论互联网和电子商务,尽管大多数人对其并非真正了解或理解。当时互联网企业还很少有盈利记录,甚至仍在大量亏损,但人们还是找出了各种新观点为这一新兴行业辩护。一时间,很多企业认为,只要和互联网沾上边,就能向新经济转型,同时可以圈到大量的钱来发展企业,于是不少鱼目混珠的企业应运而生。

与此同时,很多上市公司也都纷纷将公司名称冠以“网络”、“数码”等字眼以哗众取宠,“触网”即涨成为 1999 年沪、深股市的一大景观。人们的乐观情绪不断高涨,莫名的亢奋使新经济的气泡越吹越大。当新经济的旗帜——美国纳斯达克股市崩盘下跌时,人们这才从梦中惊醒,开始慢慢冷静下来。

的确,新经济可望成为未来社会的必然选择,并将成为推动社会经济发展的强大动力。但人们的态度也不能一下子热过了头,竟然天真地以为新经济可以神话般地迅速改变世界。

其实,仅仅追求热门行业中的热门股,不但没有多少利益可图,而且稍有不慎就会被高位套牢。而在许多不起眼的行业中,一样存在着出色的公司。如果投资者能消除对某些行业或公司的偏见,对这些股票进行客观的评价,也许会有意想不到的收获。

五、“上帝帮助自助者”

旅鼠的悲壮

有一个旅鼠迁移的故事,可能对股票投资者会有所启迪。这些生长在苔原地区的小动物以集体游向大海的奇异举动而闻名于世。由于繁殖率高而死亡率低,旅鼠数量扩张得非常迅速。当这种扩张

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达到一定程度时，旅鼠们开始出现集体性反常行为——它们开始向平日惧怕的一些动物发动进攻，并漫无目标地集体向大海迁移。许多旅鼠在迁移途中就已经病死、饿死或被其他动物吃掉了，那些能够到达海边的则不顾一切地扑向大海，争先恐后地游向远方，直至精疲力竭淹死为止，其景极为悲壮。

股市是智力角逐的场所，追逐利润的投资大众群体行为，有时却是极不理智地追涨杀跌。每当股价创下诸多历史高峰和谷底的同时，也遗弃了很多旅鼠行为投资者。在高峰和谷底不顾一切地追涨杀跌行为，与旅鼠扑向大海是何等相似。

也许是人之本性使然，可以说，只要有股市存在，投资者如同旅鼠跳海一样的追涨杀跌行为将会一而再、再而三地重演，不停地重复着类似的故事。

“上帝帮助自助者”

股市是容易产生非理性冲动的场所，投资者要想在股海浪潮中傲立涛头，调整好自己的情绪、不盲目跟风是至关重要的。涉身股市，盈亏与你朝夕相伴，恐惧与贪婪与你时时相随。应该以什么样的投资理念与方法应对？以何种心态驾驭股市？成败的关键正在于此。

贪婪与恐惧，在股票市场交替影响着投资者。而且，往往人们应该感到害怕的时候却气冲斗牛，应该抓住机遇的时候却又畏缩不前。“上帝帮助自助者”，但上帝却不会帮助那些不知道自己在干些什么的人们。中外股市的历史及种种触目惊心的统计数字，早该使人们清醒，寄望于运气或侥幸是盲目的，是选择了风险。成功需要正确的投资理念与方法，需要有高瞻远瞩的智慧与方略，还需要有理性、淡定的平常心态，而这一切都只能通过自己坚持不懈地努力去获取。

另外，不少中小投资者还存在一些思维误区，或盲目迷信专家和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股评人士，或盲目崇拜机构大户和券商，其实大可不必。首先，股票市场具有风险大、不确定性因素多的特点。专家或股评人士若从投资的角度研究股市、研究个股，则可通过一些理性的分析，帮助投资者控制风险，提高胜算的机会。

但是，专家也经常会犯错误，也常有看不清趋势的时候。实际上，股市的短线涨跌变幻莫测，谁都不可能看得很清楚，这既是绝大多数人频繁短线操作成效不好的原因，也是频频在媒体亮相的专家和股评人士们往往看对的多、看错的也多的原因所在。而历次行情的高峰或谷底区域，“套牢”或“踏空”的投资者中，机构大户或实力券商均不在少数。

在股市上你会听到各种不同的观点，不论是券商机构还是股评人士，乐观的、中庸的和悲观的看法应有尽有，而最终的投资决策得靠你自己。例如，股评人士今日看多劝买，次日开盘不久，一看走势不对，说不定立马反向做空。机构大户也是如此，对大势的看法改变，或是公司基本面出现不利的变化，均会导致其清仓出逃。

大户撤资后，恶炒的风险就留给了高位套牢的中小散户，“没有大户就没有行情，没有散户就没有钱赚”，这话虽说得不中听，却常常是股市的真实写照。

股价的变动趋势，尤其进入面临转折的关键时期，经常走的是一条与大众思维不同的路，此时，往往多数人都是错的，只有少数人能保持清醒和理智。显然，“少数服从多数”的原则在股市行不通，迷信权威、盲从专家或机构也不能保证你不犯错误，借别人头脑发财显然靠不住。只有善于分析、冷静思考、独立决策的理性投资者，才能最终获得成功。

在股市，你得依靠自己的努力去收获。不要感情用事，不要刻意去求证自己的正确，要遵循客观的市场规律和投资基本原则，要善于吸收消化不同风格的投资理念及方法，并使之成为自己的投资理念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市场的竞争和博弈是激烈而残酷的，你需要不断充电，不断充实提高自己，以保持理念的强势。

投资是综合智力的较量，在公平竞争的前提下，理念的优势和方法的正确决定着投资活动的成功。涉身股市的人们，用正确的投资理念与方法保护自己并获取收益，是值得每个投资者持之以恒地努力并为之付出的。

本章要点汇总

◎ 心态浮躁是投资取得成功的大敌，投资者应该首先从自身的角度来减少风险和失误，不要让善变的情绪影响到自己的正常思维。

◎ 遵守准则是获取成功所需要具备的最重要素质之一。巴菲特曾说，他之所以能有今天的投资成就，就是依靠了“自律”和“愚蠢”这两个东西：自己的自律和别人的愚蠢。

◎ 如果是投资决策上的失误，勇于承认自己的失误并果断卖出，才是尽可能减少损失的明智之举。损失有一种恶习，那就是它会愈演愈烈。

◎ “少数服从多数”，这条民主原则在证券市场并无什么市场。历次行情演变至原有趋势发生转折时，多数人往往都还停留在已延续多日的思维惯性之中，即使是专家和机构大户也很难保持清醒和超脱。

◎ 事实已经无数次证明，在大势即将转向的时候，主流观点和大多数人的判断往往都是错误的，这一点普通投资者应该铭记在心。

◎ 巴菲特对市场预测丝毫不感兴趣，因为他有一套自己的投资策略：“我们只是设法在别人贪心的时候保持谨慎恐惧的态度，而唯有在所有的人都小心谨慎的时候，我们才会勇往直前。”

◎ 选择暂时被市场冷落而价值被低估的股票持有，耐心等待价值回归之日的到来，这是很多价值投资者投资制胜的重要法宝。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◎ 在影响股价变动的各种因素中，公司盈利能力和发展前景又是最根本的，它决定着股价的长期趋势。理性的价值投资者，一般都很重视分析企业的经济命运，并由此来判断股票的内在价值。

◎ 价格总是围绕价值上下波动。价格偏离价值的程度越大，价格回归价值的可能性和收益也就越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章　助推中国股市成长的根本力量

——中国经济成长前景展望

一、不畏浮云遮望眼

误导芸芸众生的盛世危言

中国经济变动趋向是国内外最吸引眼球的一个主题，很多人以不同目的，从不同角度、不同层面给予关注与解读。2011 年，中国人均 GDP 达到 5400 美元，距离世界银行提出的高收入国家与中等收入国家 12 000 美元的分界线，尚差 6600 美元。中国作为追赶型经济国家，赶超发达国家仍然还有很长的路要走。

2008 年金融海啸引发的全球经济动荡，自然也波及中国并助推以结构性调整为特征的经济增长减速和增长方式的转变。一时间，晴朗的天空，几朵乌云飘然而至——政府平台债、房地产市场崩溃、经济衰退引发大量企业资金链断裂等，各种悲观论调甚嚣尘上。金融海啸后，欧洲债务危机迟迟不能解决，加之随后到来的所谓美国“财政悬崖”问题等，更加剧了市场担忧。有讽刺意味的是，问题发源地的那些股市走势坚挺，甚至不跌反涨，而并无直接关系的中国股市却长期疲弱不堪、积重难返。大有体质疲弱、问题严重的西方发达国家经济体制“生病”，却需要让体质优良、仍保持高速增长的中国经济“吃药”的意味。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2012年7月，频频亮相央视财经频道的某著名财经评论员、历史博士发文，标题为"'冰封'全球经济 解冻或需十年"，其主要观点是：

全球经济进入寒冬，我们必须抛弃幻想，直面经济下行与滞胀的长期可能。从数据与图表来看，各个行业没有上升的势头，所谓筑底回升还不存在。中国公布宏观经济数据的时候，环顾全球所有经济体，环顾几乎所有周期性行业，都处于下行过程当中。日本机床销售十年来最低，这一敏感的产品销量如此之低，说明全球出口与制造业陷入了低谷。

文章的标题很有震撼力，胆子也很大。用"冰封"、"解冻"之类极端词汇形容当今持续增长，充满生机与活力的包括中国经济在内的世界经济，实在令人费解。此举难免有哗众取宠之嫌。用一个经济衰退了二十多年的日本机床销售数据，就给全球出口与制造业下结论，未免有失偏颇。在日本机床衰退的同时，也许中国等新兴经济体正高歌猛进呢。

真正对经济有深刻理解的专业人士，都知道对经济的预测与对股市的预测几乎是同样不靠谱的，否则，国际上怎么会把股票指数变动作为预判经济趋向的先行指标呢？别说十年，能把经济未来一两年看清楚，已经相当不容易。宏观经济涉及的诸多因素千头万绪、错综复杂，即使是学识渊博的经济学家，往往也是在经济的巅峰或谷底过去之后，才能真正确认经济的转向。

某财经名嘴的奇文刚发表两个月，陆续出炉的9月份数据已初步显示中国经济企稳向好，而美国经济8月份数据已显示出经济的好转，美股道指也从这位财经评论员发表奇文时的约12 000点，至9月份上升至13 000点以上，2013年初更是频频刷新历史最高点，并于2013年5月初创下15 100点以上的新的历史高点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数字看经济——关注基本事实

在当今中国有学风严谨的经济学家，也有被称为“媒体经济学家”的一类人，遗憾的是，更吸引眼球并受到大众热捧的却往往是后者。“媒体经济学家”们主要精力用在表演上，而不是做研究。他们以观点大胆、惊世骇俗吸引大众目光，从而身价倍增、名利双收。这些人的特点是什么都关注、什么大话都敢讲，而往往也是什么都没有真正弄明白，大概也是钻了吹牛不罚款、不上税的空子吧。

国民经济研究所所长、经济学博士樊刚，曾严厉批评一位红得发紫的“媒体经济学家”——“他连最基本的事实都不知道”，而此人却以 480 多万元的年度版税收入，荣登“2011 第六届中国作者富豪榜”前 10 名。显然，严谨的经济学者和所谓的“媒体经济学家”们追求的目标和行事作风都是有差异的。后者由于太多精力参与媒体作秀，太关注于吸引眼球和自身经济效益，大概也是实在没有更多精力和时间去弄清楚“最基本的事实”吧。

2012 年 8 月，经济学家许小年在一次演讲时说道：“中国经济虽遭遇困难，增长的潜力并没有耗尽，看两个数字大家就知道了。真实的城镇化率还不到 40%，官方数字是 50%。低城镇化率意味着未来还有足够的市场需求，设想城镇化率再提高 10 个百分点，1 亿 3 千万人进城，还要盖多少房子？建多少商店？食品供应还要增加多少？道路、学校、医院还要建多少？第二个数字是服务业占 GDP 的比重不到 40%，而发达国家在 70%～80%之间。服务业是劳动密集产业，是解决就业问题的希望所在。两个不到 40%，潜力和空间有多大啊？”

关于中国经济的未来成长前景，有极为乐观的前瞻，也有极度悲观的预言。在此，从对经济实际状况一些基本数据的分析，来理清对中国经济长期增长前景判断的总体思路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管我国三十多年来的改革开放取得举世瞩目的巨大经济成就，并于 2010 年跃升为世界第二大经济体，但从世界经济发展大格局来看，却仍处于中等偏下收入国家行列，城市化、工业化、新农村建设以及经济和社会发展的诸多方面仍然存在巨大的发展空间。

中国追赶型经济的基本态势没有发生改变，而且追赶的空间仍很巨大。英国《金融时报》首席经济评论家马丁・沃尔夫在"为什么中国可以再保持 20 年的高速增长？"一文中认为，东亚经济赶超最发达经济的经验和教训几乎都是：此类赶超型经济在他们的人均收入超过美国人均收入的 50%之前，是很容易保持高速增长的。按 2011 年 7 月世界银行提供的数据，美国、日本和中国 2010 年人均国民收入(GNI)分别为 47 140 美元、42 150 美元和 4260 美元，该年我国人均国民收入大约仅为美国的 9%或日本的 10%。

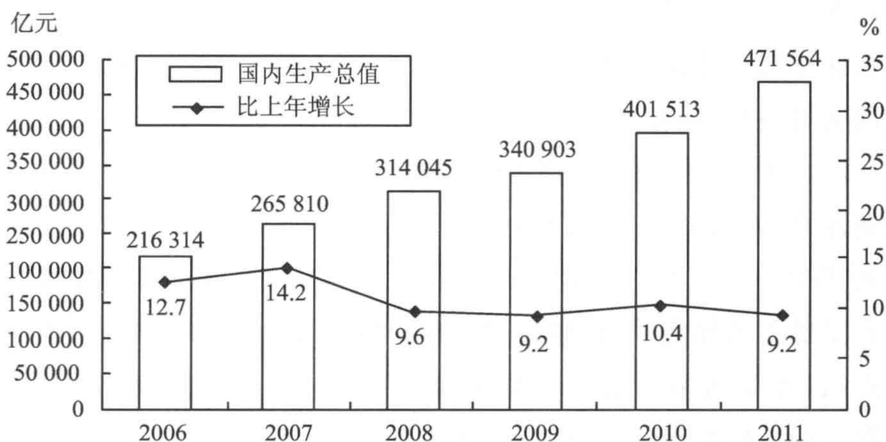


图 7.1 2006 年至 2011 年国内生产总值与增长速度

处于民族振兴、大国崛起中的中国，其经济结构调整和经济增长模式转型中，增速虽略有下降但仍保持很高水平，见图 7.1。从图7.2 可见，我国居民消费需求持续保持旺盛势头，近六年以高出 GDP 增长速度近一倍的速度增长。巨大的刚性需求，使得中国经济不乏增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长的动力源泉。

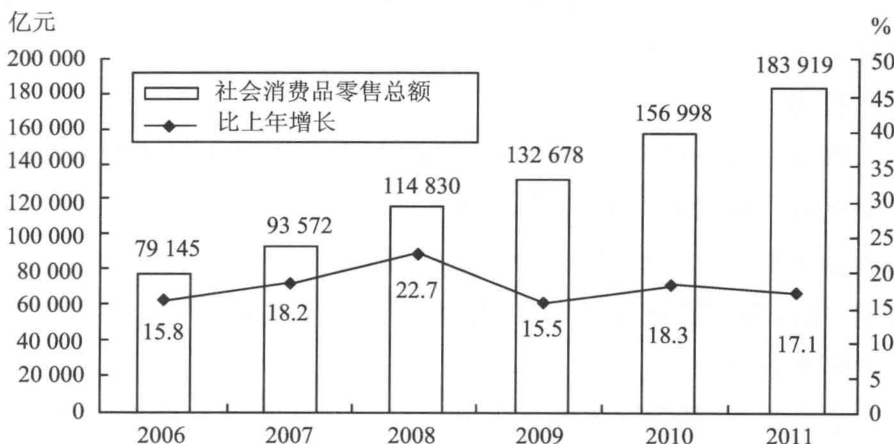


图 7.2　2006 年至 2011 年社会消费品零售总额与增长速度

注:图 7.1、图 7.2 数据来源于国家统计局统计公报。

二、动力来源之一:新型工业化的质量效益提升

工业化是现代化的基础和前提,其发展水平是国家经济增长和社会进步的重要体现。随着我国工业发展环境、比较优势和内部动力机制的深刻变化,走中国特色新型工业化道路,推动经济发展方式转变,成为关系我国经济发展全局的战略选择。

世界银行高级经济学家高路易认为,世界银行的模型研究结果显示,中国有能力从技术进步和生产率提高中获得相当高的增长,而不是单一地依靠资本和劳动力。

世界经济越来越离不开中国,因为中国源源不断地向全球提供着中国制造的商品。国家商务部发布统计数据显示,中国已连续三年成为世界货物贸易第一出口大国和第二进口大国。然而,就像德国制造“质量优异”、日本制造“技术精密”一样,外国人对中国制造的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本印象仍然是“廉价”、“档次低”等。记得大约二十年前，一位上世纪80年代红遍中国的留美影星，在一次舞台演出时突遇话筒不响，她调侃说“一定是中国制造”。那个时代，中国制造几乎就是“劣质货”的代名词。

然而，今天的中国制造，质量和档次较十几年前已经有很大的提升和改善。我们有理由相信，经济结构调整和转型之后，我国工业化将从过去粗放式经营的低层次、数量型增长，转向以质量效益型增长为主，从低端向高端延伸，并开始走向从中国制造向中国创造迈进的伟大历史进程。

近十年来，从宇宙飞船上天到北斗卫星导航系统横空出世，均凸显出中国在技术进步和创新方面的后发优势。

2010年8月5日，位于智利北部阿塔卡马沙漠中的圣何塞铜矿发生塌方事故，33名矿工被困于700米深的地下。智利政府选定由中国三一重工设计生产的SCC4000型履带起重机承担起吊救援舱的重任。10月14日，被困长达两个多月的33名智利矿工全部获救，创造了生命的奇迹。

2011年3月，在日本福岛第一核电站面临核泄漏的关键时刻，由于消防车、军用直升机注水命中率不高，日本急需寻找先进泵车参与救灾。三一重工立即无偿提供一台造价100万美元的SY5502THB 62米混凝土泵车及相关器材。

两次救援行动，让全球主流媒体把三一重工作为一张“中国制造”的国际名片向全世界展示。

2012年11月2日，中国机床让世界惊讶。这一日，武重制造的4台机床正式交付，再创多项世界之最。“武重产品，或大如篮球场，或高似小楼房。这些可与世界著名重型机床一比高下的产品不断出炉，得益于武重多年来致力于走自主研发、极限制造、民族品牌之路。”武重董事长黄照如是说。本世纪之初，武重设备数控化率只有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5%，连续十年亏损。如今，武重设备数控化率达到90%以上，连续三年业内盈利第一。依靠自主创新，武汉重型机床集团“凤凰涅槃”，阔步迈入世界第一方阵。

世界首台AP1000三代核电125万千瓦核电汽轮机的制造者，当今世界唯一成功制造二代核电、三代核电并拥有二代加核电产品制造合同的企业；最高年产量3014万千瓦，各类机组总产量累计超过2.7亿千瓦；常规机组单机最大容量突破100万千瓦，亚临界、超临界、超超临界参数最全，火电、核电、燃机、轮机品种繁多，空冷汽轮机技术世界领先……这些令全球瞩目的进步和对世界汽轮机行业的影响，让世人对哈电集团哈尔滨汽轮机厂有限责任公司刮目相看。

山东淄博一家企业，自主研发的非对称性大动力稀土电容电池，各项指标已经远远超过国家2015年的动力电池发展规划。淄博国有控股的国利新电源科技董事长韩世幸告诉记者：“经过9个月的测试，电池容量未出现普通镍氢、锂电池的衰减现象，续驶里程基本没有减少。”该新型电池技术研发人、从事电池行业30余年的石志水介绍说：“该种类型电池大巴车充电一次已经能连续行驶300公里以上，远超国内外其他新能源汽车。在此基础上经不断改进，我们在实验室已经研发出了超级电容电池，小轿车充电一次的续驶里程超过800公里，而且在零下20多摄氏度电池可以正常供电，这是前所未有的。此外，稀土电容电池制造成本仅有锂电池的一半，在经济性以及安全性上也有极大优势。”

……

经济减速和结构调整，既是挑战也是机遇。中国制造从低端迈向高端，并向中国创造的华丽转身也许才刚刚开始。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、动力来源之二:快速发展的城市化浪潮

中国仍处在城市化快速发展时期

2001 年,诺贝尔经济学奖获得者、前世界银行副行长斯蒂格利茨曾指出,中国的城市化与美国的高科技发展将是影响 21 世纪人类社会发展进程的两件大事。中国的城市化将是区域经济增长的火车头,将会产生最重要的经济效益。

中国正走在一条城市化的高速公路上。城市化是中国经济发展最大的潜在内需与持久动力。2011 年,中国城镇化率首次超过 50%,达 51.3%。预计到 2020 年,中国城镇化水平将达 60%左右。城镇化率从 30%提高到 60%,这一发展阶段,英国用了 180 年左右的时间,美国用了 90 年左右,日本用了 60 年左右,而中国可能只需要 30 年。

城市化未来十年仍处于快速发展阶段,将继续推动居民消费需求的升级。消费结构中住和行的升级,使得汽车、商品住宅等需求旺盛,成为推动经济增长的重要动力来源,并将持续带动上下游数十个行业的发展。国务院发展研究中心的一项研究成果显示,汽车工业是一个 1∶10 的产业,即汽车工业 1 个单位的产出,可以带动整个国民经济各环节总体增加 10 个单位的产出。这巨大的乘数效应是任何其他产业都望尘莫及的。

城市化的过程就是房地产业快速发展的过程。对城市化与房地产业发展之间的关系,理论界有一条著名的“纳瑟姆曲线”。美国城市地理学家纳瑟姆所提出的“纳瑟姆曲线”认为:发达国家城市化过程包括两个拐点,当城市化水平达到 30%时,第一个拐点出现,代表城市化发展进入势头极为迅猛的高速阶段;之后,当城市化水平超过 70%之后,出现第二个拐点,代表经济发展进入趋于平缓的成熟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阶段。

我国城市化率 2011 年达到 51.3%(户籍人口城市化率低于 40%),与中等收入国家 61%、高收入国家 78%的城市化率相比,仍有很大差距。城市化仍是我国最具潜力的内需所在。据测算,一个农民转化为市民,消费需求将增加 1 万多元。然而,目前近 7 亿城镇人口中有 2 亿多进城农民工还没有"市民化",只是由于统计口径的原因,在城镇连续居住超过 6 个月便被统计为城镇人口。从这个角度看,我国目前统计并公布的城镇化率,存在一定水分,或者说其中的一部分人还处在"半城镇化"状态。

而从世界各国城市化发展的经验看,城市化率在 30%至 60%时均处于快速发展时期。按国家统计局数据,我国城市化率从 2001 年的 37.7%,至 2011 年增长到 51.3%,年均增加 1.36 个百分点。而城市化率从 2009 年的 48.3%增长到 2011 年的 51.3%,近两年年均增加约 1.5 个百分点,增速在近两年甚至还略有加快。

汽车业正处在第一个快速上升期

从我国大中城市看,似乎汽车已很普及。其实,从全国的数据看,与发达国家仍有巨大差距。按国家统计局提供的数据,我国 2011 年末汽车保有量达约 10 578 万辆(其中包括三轮汽车和低速货车 1228 万辆),比上年末增长 16.4%。私人汽车保有量 7872 万辆,增长 20.4%;民用轿车保有量 4962 万辆,增长 23.2%;民用轿车中,私人轿车 4322 万辆,增长 25.5%。

按日本汽车工业协会综合整理的数据,2009 年全球汽车保有量 96 526 万辆。其中,美国汽车保有量 24 846 万辆,列全球第一。排名第二至第五位的为日本、中国、德国和意大利,汽车保有量分别为 7381 万辆、6118 万辆、4463 万辆和 4132 万辆。

我国国土面积是日本的约 26 倍,人口是日本的 10 多倍,而汽车

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保有量大约仅为日本的1.4倍。如果扣除1228万辆三轮汽车和低速货车，我国汽车保有量则仅为日本的约1.27倍。

根据美、日、欧等国长达60多年的人均GDP水平与汽车普及率的统计分析，汽车拥有量随着人均GDP水平的上升而增加是一个普遍趋势；在人均GDP1000至3000美元期间，是汽车普及率上升最快的第一个快速上升期；当人均GDP达到8000美元时，汽车普及率进入第二个快速上升期，并将一直持续到人均GDP达到2万美元至平均每两人一辆汽车。此后，汽车普及率上升速度开始放慢，汽车需求逐渐进入饱和状态，但汽车销量不会明显下降。因为，随着人口的增加及汽车不断地更新，人们对汽车的需求还会有所增长。

我国目前大约平均每13人拥有一辆汽车(包括三轮汽车和低速货车)，离饱和期每两人拥有一辆汽车的目标还有相当大的差距。2012年底我国人均GDP已达到6100美元，按目前增长速度，大约三年后会进入人均GDP达到8000美元的汽车普及率第二个快速上升期。而当人均GDP达到2万美元时，汽车普及率上升放慢，我国达到这个目标预计最快也要到十几年以后。

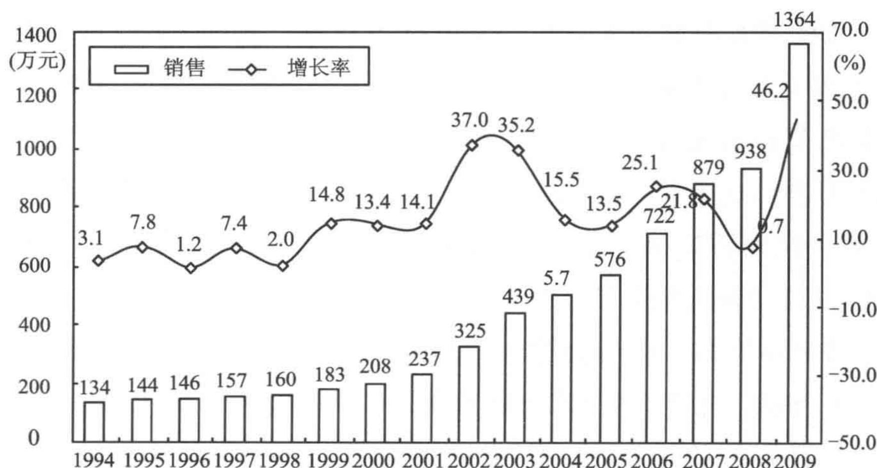


图7.3 1994年至2009年汽车销量及增长率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球性的市场咨询公司 J. D. Power 的梅松林博士曾经说过，中国汽车市场所呈现的景象 80%与发达国家相似。用与美国同样的汽车技术 S 曲线来描述和预测中国市场，1990 年中国私人乘用车保有量大约是 24 万辆，私人乘用车的家庭普及率大约是 0.1%，相当于美国 1900 年的水平。美国汽车的家庭普及率从 10%开始飞速发展，到 1935 年，美国家庭的汽车拥有率已经达到了 90%，在接下来的十余年里，汽车已经成为美国的夕阳产业。

2009 年，中国的家庭乘用车普及率从上年的 8.83%一跃为 10.89%，首次进入技术普及 S 曲线的门槛。从 0.1%到 10%，我们用了 19 年，而美国只用了 14 年。接下来，美国用了 14 年将汽车普及率从 10%提高到 90%。可见，我国家用汽车还处在技术普及 S 曲线的初期，未来 10 至 20 年仍将处于快速增长时期，有着巨大的增长空间。见图 7.4。

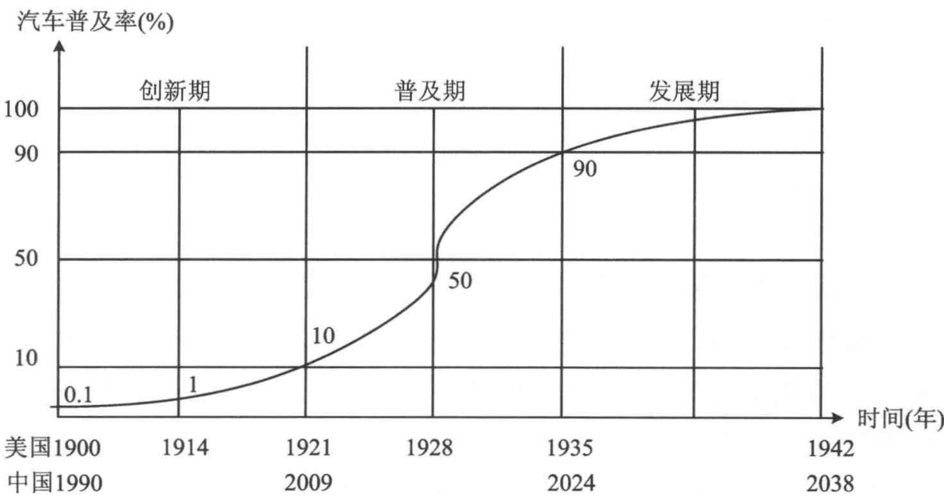


图 7.4 J. D. Power 描述和预测中国汽车市场的 S 曲线

汽车作为带动上下游数十个产业增长的重要产业，拉动经济增长的动力极为强劲，是持续拉动经济增长的重要动力来源。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从婴儿潮看房地产刚性需求

城市化拉动经济增长的另一个重要动力来源是房地产，房地产也是受到各方关注最多的产业，对其发展前景的争议也最多。

按国家统计局公报的数据，2011年我国房地产开发投资61 740亿元，比上年增长30.2%；办公楼投资2544亿元，比上年增长30.5%。可见，虽然经济持续减速发展，2011年房地产业投资增速却以高出GDP增速两倍左右的速度发展。近四年住宅新开工面积、竣工面积、销售面积如表7.1(依据国家统计局公报数据)。

表7.1　近四年住宅新开工、竣工、销售面积　单位：万平方米

时间(年)	新开工面积	竣工面积	销售面积
2011	146 035	71 692	97 030
2010	129 468	61 216	93 052
2009	92 463	57 694	85 294
2008	79 889	47 750	55 886
年均增长	22.3%	14.5%	20.2%

从表7.1的数据可见，2009～2011年住宅新开工面积持续大幅高于销售面积，其中2010年新开工面积增幅最大；住宅竣工面积近四年均显著低于销售面积，显示近四年主要是一个去库存过程；住宅销售面积2009年比上年增长约52.6%，2010年和2011年仅增长约9.1%和4.3%，显示调控政策下的房地产市场持续调整过程。

分析商品住宅销售的长期发展前景，首先应从分析人口结构入手。根据中国知网提供的数据，新中国成立以来历年出生人口统计如表7.2。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7.2 新中国成立以来历年出生人口统计表[①]

年份	出生人口(万人)	年份	出生人口(万人)	年 份	出生人口(万人)
2012	1635	2011	1604	2010	1596
2009	1615	2008	1608	2007	1594
2006	1584	2005	1617	2004	1593
2003	1599	2002	1647	2001	1702
2000	1771	1999	1834	1998	1942
1997	2038	1996	2067	1995	2063
1994	2104	1993	2126	1992	2119
1991	2258	1990	2391	1989	2407
1988	2457	1987	2522	1986	2384
1985	2202	1984	2055	1983	2058
1982	2238	1981	2069	1980	1779
1979	1727	1978	1745	1977	1787
1976	1853	1975	2109	1974	2235
1973	2463	1972	2566	1971	2567
1970	2736	1969	2715	1968	2757
1967	2563	1966	2579	1965	2704
1964	2729	1963	2954	1962	2460
1961	1188	1960	1389	1959	1647
1958	1905	1957	2167	1956	1976
1955	1978	1954	2245	1953	2151
1952	2105	1951	2023	1950	2023

从表 7.2 可见，新中国成立以来三次大的婴儿潮分别是 1950 至

① 数据来源：中国知网——中国经济社会发展统计数据库[EB/OL]. http://tongji.cnki.net/kns55/Dig/dig.aspx. 对该网的原始数据中 1960 年和 1964 年"4389 万"和"5729 万"出生人口做了修改更正，原因是查阅统计年鉴发现：2000 年之前的统计年鉴中，1960 年和 1964 年的出生人口数都是 1389 万和 2729 万；2000 年至 2002 年的统计年鉴中，1960 年的出生人口数都是 4389 万，1964 年则都是 5729 万。2002 年之后统计年鉴中取消了"全国历年人口自然变动情况"这一项。通过对比，认为知网引用 2000 年之后统计年鉴的 1960 年和 1964 年数据存在错误，都是把千万位上的数字搞错了，应该是"1"和"2"，却写成了"4"和"5"。需要说明的是统计局网上恰恰缺少 1960 年和 1964 年的数据，而从中国经济社会发展统计数据库中可以找到这两年数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1954 年、1962 至 1975 年和 1981 至 1997 年。第一波婴儿潮出生的婴儿现年龄 59 至 63 岁，约有 1.05 亿人，是已经或即将面临退休的正在步入老龄化的群体；第二波婴儿潮持续长达 14 年，这段时期共出生人口约 3.91 亿人，这是一个正处于年龄 38 至 51 岁的中年群体，是当今社会各行各业的骨干和中坚力量；第三波婴儿潮持续长达 17 年，这段时期累计出生约 3.76 亿人，是年龄 16 至 32 岁的青年人，基本上都已进入或很快进入成家立业的关键时期。

从商品住宅消费看，第三波婴儿潮出生的 3.76 亿青年人，是购买第一套安居性住房的主力军；第二波婴儿潮出生的 3.91 亿人，则主要是购买改善性第二套房或投资性商品房。第三波婴儿潮年均出生约 2209 万人，仅这个群体每年对住宅的刚性需求就大约有 1100 万套。考虑绝大多数年轻人流向城镇，估计城镇的这个群体每年对住宅的刚性需求大约 800 万至 1000 万套。虽然多数人工作时间短，收入不够支付高额房价，但中国的传统习俗是他们的父母会给予大力支持，赞助交首付加上银行贷款，使得大部分人都可在成家时实现安居房梦想。

构成商品住宅消费的第二个重要因素是农民进城。2001 年至 2011 年，我国城市化率从 37.7%上升至 51.3%，年均增加 1.36 个百分点。如果未来十年平均每年会有大约 1500 万农民进入城市。这部分进城农民对安居性住房的需求，大约每年应在 300 万至 500 万套。

第二、第三波婴儿潮之间，即 1976 至 1980 年间出生人口合计约 8891 万人，平均每年出生约 1778 万人，年龄在 33 至 37 岁之间，其中相当数量的人对安居性住房仍有需求。估计城镇的这个群体每年对住宅的刚性需求大约 100 万至 200 万套。

再考虑到以第二波婴儿潮人口为主的改善性和投资性住房需求，预计各类人群每年合计对住宅需求达 1300 万至 1500 万套。国家保障房建设近两年力度很大，既是为了配合调控商品房价格，更重要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的是解决低收入人群的巨大现实需求。2012 年，国家财政支出 3800 亿元用于保障性住房建设，新开工保障性住房 781 万套，完成保障性住房建设 601 万套。

已持续多年对房地产市场的严格调控，并未出现某些悲观人士预计的房价大幅下跌局面，原因就是有正在不断增长的庞大刚性需求存在。

他山之石，可以攻玉

美国在 20 世纪 30 年代年均出生人口约 245 万人，但战后却出现长达 19 年的婴儿潮。其中 1955 至 1965 年的 10 年间，平均每年出生约 415 万人，是 20 世纪 30 年代的 1.7 倍。美国的婴儿潮使其人口结构转变，带来了经济的持续高增长。20 世纪六七十年代，美国的婴儿潮人口带动了玩具、卡通、流行音乐的成长；20 世纪七八十年代，步入结婚活跃期的婴儿潮人口带动了房地产、汽车业的成长；20 世纪 90 年代，步入消费黄金期的婴儿潮人口又带动了个人电脑和互联网的成长。

美国经济学家保罗·皮尔泽指出："婴儿潮出生的人虽然只占美国人口的 28%，但所创造的经济价值却占到美国整体经济 10 兆美元的一半，婴儿潮人口创造了历史上最大的股市涨幅、房屋需求、国际航空、个人计算机、电脑网络和运动休闲工具的需求。"

我国持续 14 年的第二波婴儿潮年均出生人口 2795 万人，持续 17 年的第三波婴儿潮年均出生 2209 万人，分别是美国婴儿潮 1955 至 1965 年平均每年出生 415 万人的 6.73 和 5.32 倍。三波婴儿潮出生人口合计达约 8.7 亿，占全国人口 64.6%。未来十年，我国婴儿潮人口对拉动消费升级和助推经济持续快速发展将起重要作用。尤其在消费领域，更多的精彩值得期待。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、动力来源之三：潜力巨大的旅游业

相对于汽车、住房而言，旅游业未来发展的成长周期更长，增长空间也更为广阔。人们的衣、食、住、行属于刚性需求，而旅游则不同，可有可无、可多可少，主要取决于时间和经济条件。所以，当满足衣、食、住、行等基本生活需求后，人们才会投入更多的资源到旅游方面。所以，旅游可以说是三波婴儿潮及几乎所有其他年龄层次的人口都有需求的一个巨大市场。

当前，中国旅游业正处于难得的发展机遇期。从需求方面看，中国是人均GDP超过6000美元的世界第二大经济体，居民消费结构升级的步伐在加快，一个庞大的旅游消费需求市场空间正在打开。从供给方面看，旅行社、酒店、景区点旅游产业三大支撑性企业数量规模很大，中国有43处世界遗产，居于世界第二位。从旅游业发展的外部条件看，以高速交通为代表的配套支撑体系不断完善、信息技术的普遍运用等，为旅游业发展创造了良好的基础性保障。

我国旅行社、酒店、旅游景区点这三大旅游产业发展的支撑性企业数量都达到了数以万计的规模。世界自然和文化遗产、世界地质公园、国家级风景名胜区、国家级自然保护区、全国重点文物保护单位、国家历史文化名城和中国历史文化名镇名村、国家森林公园、国家地质公园等一批资源品位高的景区深受游客喜爱。

在传统观光产品进一步丰富的同时，邮轮、游轮等休闲度假产品走进普通百姓生活，医疗旅游、科技旅游、军事旅游、数字旅游、营地旅游等专项产品亮点纷呈，旅游产品已成多元化发展格局。

据全球传媒机构尼尔森公司调查，近年来我国消费者个人收入年均增长约10%，超过半数的消费者计划把节余的资金花在休闲旅游上。2011年，我国国内旅游人数达26.4亿人次，是2002年的3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倍；国内旅游总收入 1.93 万亿元，是 2002 年的 5 倍；出境旅游人数 7025 万人次，是 2002 年的 4 倍多；出境旅游消费达 726 亿美元，排名世界第三。

2012 年国庆、中秋 8 天长假期间，由于全国公路小客车节假日免费通行政策首度实施，以致公路严重拥堵、景点人山人海，人们戏称“看的不是风景是人海”。全国假日办发布的数据显示，8 天假期全国接待游客 4.25 亿人次，比去年“十一”黄金周增长 40.9%；实现旅游收入 2105 亿元，增长 44.4%。

2012 年“最长的黄金周”，由于公路免收通行费，而成为“最火爆的黄金周”，同时也留给人们更多的期待：期待更多的长假，期待更多的公益免费，期待带薪休假真正落实，期待更好的旅游公共服务，期待更多的旅游产品供给，期待游客更理性地消费……

旅游是所有人的梦，而目前由于经济条件和实际执行的休假制度所限，使旅游对绝大多数中国人来说，基本上仍然是一种奢望。随着人们收入的不断提高和带薪休假制度的真正落实，解决衣、食、住、行后，旅游及相关产业将会继汽车、房地产之后，成为又一大持续增长的消费热点。

由于发展旅游，数以千计的古城、古镇、古村逐渐走出封闭和贫穷，焕发出新的生命力和活力。平遥古城、丽江古城、阳朔、乌镇、西递、宏村，这些宝贵的文化遗产走入人们视野，引起国内外中华文化爱好者的高度关注。昆曲、苏州评弹、新疆维吾尔木卡姆艺术、安塞腰鼓等已经成为当地的文化名片和旅游品牌，广受国内外游客的青睐。

旅游与文化产业相互促进、共同发展，成为推动文化发展和提高旅游品质的重要路径。《宋城千古情》是杭州宋城旅游发展股份有限公司旗下的核心演艺产品，自从 1997 年推出至今，累计演出 11 000 余场，接待观众逾 2500 万人次，是目前世界上年演出场次最多和观众接待量最大的剧场演出。《宋城千古情》的良好业绩为企业和社会创

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

造了巨大的经济效益和社会效益，带动旅游及周边农家乐餐饮、茶叶、购物等就业超过 5000 人，成为文化艺术和现代服务业相结合的典范。

按国家统计局公报提供的数据，我国 2000 年以来国内出游人次和国内旅游收入如表 7.3 所示。

表 7.3　2000 年以来历年国内旅游收入和出游人次

时 间（年）	国内旅游收入（亿元）	国内出游人次（亿人次）	人均资费（元）
2011	19 306	26.41	731.0
2010	12 580	21.03	598.2
2009	10 184	19.02	535.4
2008	8749	17.12	511.0
2007	7771	16.10	482.6
2006	6230	13.94	446.9
2005	5286	12.12	436.1
2004	4711	11.02	427.5
2003	3442	8.70	395.7
2002	3878	8.78	441.8
2001	3522	7.84	449.5
2000	3176	7.44	426.6
1999	2832	7.19	394.0
1998	2391	6.95	345.0
1997	2113	6.44	328.1
1996	1638	6.40	256.2
1995	1376	6.29	218.7
1994	1024	5.24	195.3

从表 7.3 数据可知，“十五”期间（2001 年至 2005 年）国内旅游收入从 2000 年 3176 亿元增长到 2005 年的 5286 亿元，年度国内旅游收入增长 2110 亿元，增幅达 66.4%，年均复合增长率为 10.73%；“十一五”期间（2006 年至 2010 年）国内旅游收入从 2005 年的 5286 亿元增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长到2010年的12 580亿元，年度国内旅游收入增长7294亿元，增幅达138.0%，年均复合增长率为18.94%；而“十二五”开局第一年的2011年，国内旅游收入就比上年增长6726亿元，增幅达53.5%。显然，国内旅游收入在基数越来越大的情况下，增长速度却显著加快，2011年更是出现井喷式增长。

据统计，“十一五”时期新增旅游业直接就业300万人，带动间接就业约1700万人。目前中国旅游业直接从业人数超过1350万人，与旅游相关的就业人数约达8000万人。

我国目前每年公众假日、休息日等休假时间共115天，达到中等发达国家水平。然而，我国每年人均出游次数只有发达国家的七分之一左右。一项针对国内带薪休假的不完全调查显示，在受访的2441人中，54.5%的人表示从没有享受过带薪休假，23.5%的人偶尔享受过，仅有22%的人表示“每年都可以”。

表7.4 近十年“十一”黄金周人数增长与国内旅游人数增长比较

年份	“十一”黄金周旅游人次数(亿人次)	同比增长(%)	全年旅游人次数(亿人次)	年增长率(%)
2003	0.89	11.5	8.7	−0.9
2004	1.01	13.5	11.02	26.7
2005	1.11	9.9	12.12	10.0
2006	1.33	19.8	13.94	15.0
2007	1.46	9.8	16.1	15.5
2008	1.78	21.9	17.12	6.3
2009	2.28	28.1	19.02	11.1
2010	2.54	11.4	21.03	10.6
2011	3.02	19.8	26.41	25.6
2012	4.25	40.7	29.6	12.1

资料来源：2003～2012年各年《“十一”黄金周旅游统计报告》和全国假日办发布的报告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从表7.4数据可以看出，近两年在政策刺激和城乡居民收入提高的双重因素作用下，旅游市场需求增长进一步加快。随着带薪休假制度的真正落实和国民收入的持续提高，预计旅游业会继房地产、汽车之后，成为又一个持续爆发性增长的国民经济重要支柱产业。

五、动力来源之四：新农村建设方兴未艾

2008年10月，中共十七届三中全会定调的农村“新土改”方向——允许农民以多种形式流转土地承包经营权，将会逐步激活广袤的农村土地资源，极大地解放生产力，刺激分散经营的农业向产业化、规模化经营的方向发展，将有力推动农民收入的提高和农业增产增收。

自2003年年底开始，中央农村工作会议上的讨论稿，已经持续十年成为来年中共中央一号文件的主题。《中共中央、国务院关于加快发展现代农业 进一步增强农村发展活力的若干意见》的文件于2013年年初下发到地方和各部委有关单位。该文件是在2012年年底的中央农村工作会议前制定并在会上提交讨论的。

“建设新农村”被写入2005年的中央文件。2006年3月确定的“十一五”规划的六大任务中，头一个就是“建设社会主义新农村”。2005年初，中央发出1号文件——《中共中央国务院关于进一步加强农村工作提高农业综合生产能力若干政策的意见》。从2006年1月1日免除农业税以来，各级政府坚持“多予、少取、放活”和“工业反哺农业、城市支持农村”的方针，从中央到地方，每年均密集推出多项强农、惠农政策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7.5 城镇居民人均可支配收入与农村居民人均纯收入比较 单位:元

时间	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
城镇居民人均可支配收入	6860	7703	8472	9422	10493	11759	13786	15781	17175	19109	21810	24565
增长(%)		12.29	9.98	11.20	11.37	12.07	17.24	14.47	8.83	11.26	14.13	12.63
农村居民人均纯收入	2366	2476	2622	2936	3255	3587	4140	4761	5153	5919	6977	7917
增长(%)		4.65	5.90	11.98	10.87	10.20	15.42	15.00	8.23	14.87	17.87	13.47

从表 7.5 的对比可见，在 2001 年至 2009 年的 8 年间，农民人均纯收入比上年的增长仅在 2004 年和 2008 年以大约 0.5 个百分点的微弱优势略超城镇居民人均可支配收入的增长。而 2010 年和 2011 年，农民人均纯收入比城镇居民人均可支配收入的年增长率均高出 3.6 个百分点以上。“城市反哺农村，工业反哺农业”的政策初步得到体现。

按当时美元兑换人民币牌价，2002 年城镇居民人均 7703 元的可支配收入，大约为 932 美元，而该年我国汽车销售出现井喷式增长，2002 年汽车销量 3253 辆，比上年增长 37.1%，随后的高增长已持续了 10 年(仅 2008 年由于金融海啸的影响增长率低于 10%)。而 2011 年农民人均纯收入已达 6977 元，略高于 2001 年的城镇居民可支配收入，但已大约折合 1100 美元。可见，对住房、汽车等高档商品的消费，广袤的农村市场将很快形成持续火爆的排浪式热潮。

农村自来水、公路、电网、通信网络等基础设施建设近几年大幅提升，相应耐用消费品、电信产品、交通工具等的购置也将随之增长。改革开放三十多年来，农村发展仍远远落后于城市。仅从城镇居民

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人均可支配收入和农村居民人均纯收入的比较看，2001 年城镇居民人均可支配收入(6860 元)是农民人均纯收入(2366 元)的 2.90 倍，而 2011 年则扩大到 3.13 倍。即使有 2005 年以来中央持续多年密集出台的强农、惠农政策推动，近十年来的城乡收入差距还是进一步拉大了。而近三年来，农民人均纯收入增长持续显著高于城镇居民人均可支配收入的增长，一个潜力巨大、后发优势显著的广大农村市场正在迅速崛起，这将是推动中国经济未来 10 到 20 年保持快速增长最强大的生力军，也是中国经济增长最可靠、最强劲的动力源泉。

六、动力来源之五:战略性新兴产业异军突起

2008 年的金融海啸及促发的全球经济调整，促使世界各国大力推动科技创新，并大力发展战略性新兴产业。

美国提出将研发的投入提高到 GDP 的 3%这一历史最高水平，力图在新能源、节能环保、干细胞研究和航天航空等领域取得突破；欧盟宣布 2013 年以前将投资 1050 亿欧元发展绿色经济，以保持在绿色技术领域的世界领先地位；英国提出从高新科技特别是生物制药等方面加强产业竞争优势；日本重点开发能源和环境技术；俄罗斯提出开发纳米与核能技术。

世界经济近两百年来的发展历程表明，经济危机往往孕育着新的科技革命。而正是科技的重大突破和创新，推动经济结构的重大调整，为经济增长注入新的动力并提升到更高水平。

2009 年 9 月 21 日和 22 日，国务院连续召开三次战略性新兴产业发展座谈会，听取各界意见和建议。2009 年 11 月 3 日，温家宝总理向首都科技界发表了《让科技引领中国可持续发展》的讲话。

2010 年 9 月，国务院召开常务会议，审议并原则通过了《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，确定战略性新兴产业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将成为中国国民经济的先导产业和支柱产业。七大战略性新兴产业包括:新一代信息技术产业、节能环保产业、新能源产业、生物产业、高端装备制造产业、新材料产业和新能源汽车产业等。

按国家发改委提出的“三步走”目标:第一阶段,到 2015 年战略性新兴产业增加值占国内生产总值的 8%左右;第二阶段,到 2020 年战略性新兴产业增加值占国内生产总值比重达到 15%左右;第三阶段,到 2030 年战略性新兴产业的整体创新能力和产业发展达到世界先进水平。

从卫星上天到神舟飞船进入太空;从高速动车到北斗卫星导航系统的横空出世;从核武研发到航母及第五代战机歼—20 试飞成功……中国正迈开巨人的步伐,在科技创新与赶超世界尖端技术上不断实现着新的跨越。

七大战略新兴产业对我国社会经济的长远发展具有重大引领带动作用,必将加快经济结构调整和传统产业的升级换代,使中国经济尽快走向创新驱动、内生性增长的轨道,实现更高层次、更长周期、更好效益、全面协调的持续快速发展。

本章要点汇总

◎ 宏观经济涉及的诸多因素千头万绪、错综复杂,即使是学识渊博的经济学家,往往也是在经济的巅峰或谷底过去之后,才能确认经济的转向。

◎ 世界银行高级经济学家高路易认为,世界银行的模型研究结果显示,中国有能力从技术进步和生产率提高中获得相当高的增长,而不是单一地依靠资本和劳动力。

◎ 2001 年诺贝尔经济学奖获得者、前世界银行副行长斯蒂格利茨曾指出,中国的城市化与美国的高科技发展将是影响 21 世纪人类社会发展进程的两件大事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◎ 汽车业作为带动上下游数10个产业增长的重要产业，拉动经济增长的动力极为强劲，是持续拉动经济增长的重要动力来源。

◎ 未来十年，我国婴儿潮人口对拉动消费升级和助推经济持续快速发展将起重要作用。尤其在消费领域，更多的精彩值得期待。

◎ 随着人们收入的不断提高和带薪休假制度的真正落实，解决衣、食、住、行后，旅游及相关产业将会继汽车、房地产之后，成为又一大持续增长的消费热点。

◎ 自2003年年底开始，中央农村工作会议上的讨论稿，已经持续十年成为来年中共中央一号文件的主题。

◎ 近三年来，农民人均纯收入持续显著高于城镇居民人均可支配收入，一个潜力巨大、后发优势显著的农村市场正在迅速崛起，这将是推动中国经济未来10到20年保持快速增长最强大生力军，也是中国经济增长最可靠、最强劲的动力源泉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章　大局观——在历史的铜镜面前

一、郁金香风波与网络股狂潮

郁金香风波

17 世纪，荷兰阿姆斯特丹是欧洲金融的中心，世界上第一个具有现代意义的证券交易所诞生在这里。当时的阿姆斯特丹人发现，他们的市场需求量在一定时期内很少有大的波动，战争或天灾人祸却常常导致市场供应量大幅变动，而这恰恰给他们提供了谋利的机会。

一些人开始收集市场信息，频繁地买进卖出黄金、白银、谷物、丝织品、陶瓷、香料等市场上出现的商品。而且，通过“买空”和“卖空”，大肆投机以谋利。在这样的商业氛围中，证券市场已经是呼之欲出。1602 年，荷兰东印度公司发行了大量可转让股票。1611 年，阿姆斯特丹交易所正式成立，东印度公司股票首次挂牌交易。

阿姆斯特丹不仅是世界证券市场发源地，而且是世界经济史上第一起重大投机狂潮——“郁金香风波”的发生地，经济学上著名的“郁金香现象”即由此而来。让我们追溯到 17 世纪的荷兰，看看世界金融投机的始作俑者，当年上演了一幕怎样的疯狂闹剧。

郁金香是一种百合科多年生草本植物，一般仅长出三四枚粉白色广披针形的叶子，根部长有鳞状球茎。每当初春乍暖还寒时，郁金香花开呈杯状，艳丽夺目。郁金香品种很多，其中黑色花很少见，也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最珍贵。

1593年，一位来自维也纳的植物学教授将一批原产于土耳其的郁金香带到了荷兰的莱顿。异常美丽的郁金香立即引起人们的关注，一时成为莱顿上层社会谈论的焦点。王公贵族登门拜访，一睹为快。一些萌发占有之意的买主失望而归，因为他们喜欢教授的花而不喜欢他开出的令人生畏的价格。

占有欲使人铤而走险，有人乘教授不备窃走了许多郁金香球茎，然后以低廉的价格出售。由于繁殖率高，郁金香很快在市场上大量流通，并深受大众喜爱。后来，由于在培育过程中，许多郁金香受到一种"花叶病"的非致命病毒侵袭，使得花瓣上出现了奇异的火焰状彩色斑纹，但人们却更喜欢这种与众不同的花朵。

大众很快形成一致的鉴赏标准："花朵越奇异古怪，价格就越高。"这简直就是凯恩斯纸上选美的典型范例。

于是，投机商们开始大量囤积郁金香球茎，坐等价格上涨。一时间，市场上郁金香投机迅速升温，导致价格猛涨。价格越高，就越有更多的人竞相购买。舆论的鼓吹推波助澜，使人们对这个小小的植物愈加迷恋，最后发展成一种病态的倾慕与崇拜。芸芸众生们竞相效仿，疯狂地抢购郁金香球茎。

到了1636年，由于郁金香珍贵品种的需求量不断增长，荷兰一些城市的股票交易场所，专门设置了定期的销售市场。人们围着小小的郁金香球茎团团转，无论是王公贵族，还是农民、工人、船员、脚夫、女仆，甚至扫烟囱的人都来"玩"郁金香，都在体会着快速致富的梦幻般快乐。与此同时，"一夜暴富"的美妙神话也吸引了欧洲各国的投机商纷纷涌入荷兰。

人们疯狂了！几乎所有的人都将他们的资产转换成现金投资于郁金香，房屋、土地、金银和珠宝都被低价出售。任何财富与郁金香相比都变得黯然失色。短短一年时间，郁金香价格的涨幅竟然高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达5900%！

所有的狂热投机行为都有着同样的规律：价格上涨吸引众多投资者涌入，结果又进一步推高价格，最终所有人都进来时，价格被推高到一个极高的高位，长期的居高不下使得人们忐忑不安、心存疑惧。此时，任何风吹草动都可能压垮整个市场。

据说，当时有一位不知情的外国水手，不经意间拿了船主一颗名贵的郁金香球茎，把它当做洋葱一样吃掉了。岂知这棵“洋葱”是船主花了3000金币（约合现在5万美元）从阿姆斯特丹交易所买来的。值几千金币的球茎在一个陌生人眼里竟然如同洋葱头，是水手太傻还是船主疯了？法官一时也难以决断。最后，水手的贪嘴招致了几个月的牢狱之灾。

这一偶然事件，引起了少数谨慎投机者对郁金香价值的怀疑，敏感的人感觉事情不妙，开始卖出球茎。随后，越来越多的人都卷入到了恐慌性的抛售浪潮中，郁金香的价格一泻千里——灾难降临了！

尽管政府官员发表正式声明，称价格下跌毫无道理，但无人理睬。一星期之后，普通品种郁金香价格真的已和洋葱头相差无几。投机商纷纷破产，无论他们原来的起点如何，现在都变成了一贫如洗的人。噩梦惊醒，身心疲惫的人们简直不敢相信眼前的事实，只能无奈地每天用呆滞的目光盯着手里的郁金香球茎，反省着梦里所发生的一切。

世界金融投机的始作俑者，为其疯狂投机付出了惨痛的代价！这场郁金香狂潮导致的大恐慌，使荷兰繁荣的经济成为昙花一现，陷入长期大萧条的困境，一个盛极一时的世界头号帝国从此走向衰落。

郁金香神话已被永久地载入史册，经济学上有名的“郁金香现象”即出自于此。每当我们回顾这一历史事件时，群体近似疯狂的贪婪形像便会鲜明地呈现在眼前。

赚钱心切的人们，宁愿将真实的价值抛至脑后，自欺欺人地去营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

造美丽而虚幻的空中楼阁。几乎所有人都情愿沉醉在这种美梦之中，在大众的疯狂达到巅峰之前，没有人愿意惊醒大家。

然而，虚幻总归是虚幻，梦再美也有醒的时候，最后成为牺牲者的正是造梦者自己。令人费解的是，为什么直到现在，"郁金香现象"还会一而再、再而三地上演？这或许是人之本性使然，正是应了那句话："江山易改，本性难移。"

在市场这个群体中，每个人的心理和行为都会受到群体中其他人的影响。当其他人对一件事物的看法与自己相同时，自己的原有观点极有可能会被强化和放大；如果不同，自己本身的观点则会被削弱甚至改变。一旦市场形成大多数人统一的看法，在群体内个体的相互作用下，市场整体的心理会不断地自我增强。正是市场整体心理的不断增强，导致金融投机"旅鼠"行为的不断发生。

起初也许是因为爱美之心人皆有之，人们都对稀罕的郁金香情有独钟。随着众人的推崇，郁金香身价不断上涨，郁金香愈发显得高贵，于是引来更多人追求它。如此，人们对郁金香的喜爱和郁金香价格的上涨互为因果，循环往复，最终导致了极为疯狂的"郁金香风波"。

网络股狂潮

人们对任何事物的喜好过了头，都会陷入盲目不理智的状态，势必产生大量的泡沫。由此联想到1999年至2000年初，世界范围内的网络科技狂潮。

信息产业与传统产业的结合，给社会的信息传递方式和生产生活方式带来了巨大的变革，使社会步入信息经济时代。但是，由于群体心理自我强化机制的存在，人们对网络科技的喜爱也热过了头，网络股几百倍甚至数千倍的市盈率远远超出了合理的范围。

泡沫终归要破灭并被洗去，纳斯达克指数从2000年3月最高的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5132.52 点开始下跌，2001 年最低曾跌至 1400 多点，一年的时间里跌去了 70%以上。其中，网络股代表 Yahoo 和 Amazon 更是损失了 90%以上的市值！见图 8.1。

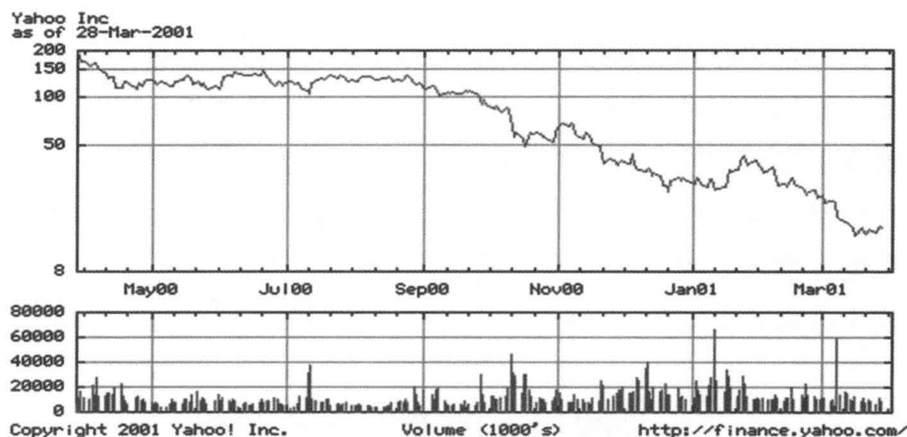


图 8.1　Yahoo 2000 年 3 月至 2001 年 3 月股价走势

都是贪欲惹的祸

人们对郁金香的狂热之所以能如此登峰造极，都是贪欲惹的祸。因郁金香而大赚一把的投机者，不满足于最初一两次的成功，而希望赚得更多，心里盼着最好价格能永远涨下去，那么就有永远赚不完的钱。于是才会有众多投机者一次又一次地为“空中楼阁”添砖加瓦，致使市场不断升温。

那些起初没有参与的人，眼看大把大把的金钱轻而易举地落入别人的口袋，自己的贪欲也被热火朝天的景象激发出来，于是源源不断地有人加入到“空中楼阁”的建造者行列。几乎所有人都被贪欲冲昏了头脑！

证券市场最忌讳的也是过于贪婪。在贪欲的驱使下，投机者一次次地从别人手里接过接力棒，从没有人愿意相信自己是“接最后一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

棒的傻瓜”。这种危险的游戏，很多人如果不是亲身经历，就根本不会知道其中的厉害。但是，这种尝试带来的后果，却是参与者消受不起的。世界股市几百年历史，已经给我们留下了太多这样的惨痛教训。

投机者的心理是脆弱的。脆弱的心理，是赌徒的另一个特质。只要一有风吹草动，没有丝毫稳固根基的“空中楼阁”就会晃动。在恐慌发生之前，无论投机者的热情多么高涨，这时都会夺路而逃，任何华丽的大厦都将倾覆。逃荒的人太多了，必然造成严重的拥塞，结果是绝大部分人因为没有及时逃脱，而被“砸”在这堆废墟之下。少数侥幸逃离的幸运儿，也将承受社会经济长期萧条的苦难。

二、警醒后人的南海泡沫危机

“南海”里翻滚着的泡沫

18 世纪初，英国加入了西班牙王位继承战，政府为此发行大量国债以应付巨额开支。在这种背景下，旨在“帮助政府解决国债负担”的南海公司成立了。他们承担了 1000 万英镑的政府债信，以显示其雄厚的经济实力和履行义务能力。其实，公司董事并非真要帮助政府，而是想利用特权达到自己的目的，他们的阴谋中充满了强烈的私欲和投机欲。

南海公司以股票作为礼物大量向政府官员行贿，不但设法使南海公司一跃成为国家级公司，还获得了所有南海贸易的特权。就连当时的国王乔治，也得到了大量公司股票。公司买进的 1000 万政府债券，都可用来交换南海公司的股票。事先得到消息的人悄悄地大量买进政府债券，最后以相当于不到 55 英镑的价格，却交换到面值 100 英镑的南海公司股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的董事还很会装饰门面，竭力在公众面前树立起“资金雄厚”的形象。大众都认为南海公司有厚利可图，对它情有独钟。可实际上，南海公司经营不善，利润微乎其微。在一次南美贸易中，墨西哥港急需的几船羊毛，却被该公司运到哥伦比亚港，在当地因无买主而搁置码头，最后烂掉。

1720 年，在海峡彼岸的法国，由密西西比公司股票上涨所引发的投机热潮正吸引着整个欧洲的资金大量流向法国。英国人不甘示弱，一些沙文主义者喊道：“凭什么欧洲所有的资金都流入法国人口袋？英国应如何与之抗衡？”恰好，此时有传闻南海公司前景将会好转，于是英国人把期待的目光集体投向了这个“民族英雄”。短短 6 个月的时间里，南海公司股价涨幅高达 700%。

英国人的愿望果然实现了：整个欧洲的财富向英国滚滚涌来。一个南海公司已经不能满足投机者需求，人们开始积极寻找下一个南海公司，希望能享有与发起人同样优先的资格入股。于是，大量新企业和各种新融资提案纷纷涌现，不断有新发行的股票来应付大众永不枯竭的渴望。到处都是吹起来的气泡：有从铅中提炼出金和银的；有为私生子建造医院的；有搞海水淡化的；还有生产“永动机”的……几乎有上百个惊世骇俗的“美妙”项目，五彩纷呈，一个比一个富有欺骗性，并很快获得了泡沫的“美誉”。

气泡终究是要破灭的，当投机狂热达到巅峰之时，投机者也走到了万丈深渊的边缘。当时一付“南海扑克牌”的面世，先知先觉地预示了“南海泡沫”的破灭，其中黑桃 8 上的评论，更是妙语惊人：

“摧毁芸芸众生的罕见发明，
只杀国内傻瓜不伤国外笨蛋。
朋友们，莫惧怕这可怖机器，
它只伤害股票持有人！”

随着时间的推移，在许多气泡相继破灭之后，南海公司骗局也被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

戳穿，崩盘和恐慌接踵而至，投机者为此付出了惨重的代价。堡垒首先是从内部被攻破：面对高挂的股价和公司不妙的前景，终于有一位董事承受不了巨大的心理压力而率先全部抛出，并由此引发了恐慌与崩盘。

著名物理学家牛顿，也在南海泡沫中损失约两万英镑，他感叹道："我可以测量天体的运行，却不能计算人类的愚蠢。"能发现天体运行规律的牛顿，面对股票市场却茫然无措。他从此与股票绝缘，一心一意地去研究自然科学规律去了。

和郁金香投机一样，18 世纪的南海泡沫事件给英国留下了严重的创伤。为了避免大众再受愚弄，1720 年 7 月，政府颁布了"禁止气泡公司法案"，禁止公司发行股票。此后股票在英国销声匿迹长达一个多世纪，饱受投机之苦的英国人谈股色变，视之为洪水猛兽。直到 1825 年，该法案才被废止。

南海公司充分迎合了人们急于投资的心理。18 世纪初期，长期持续的繁荣已使英国社会积累了大量储蓄，而同时投资机会却十分有限。在僧多粥少的情况下，拥有股票被视为一种特权。就在贪婪的英国人不知该把手里的资金投向何处时，敏锐的投机商们精心营造了如海市蜃楼一般美丽的南海泡沫，此举恰恰迎合了人们急于投资的心理。

继南海公司成为人们竞相吹捧的对象之后，大量泡沫公司层出不穷，这些都是投机者为迎合大众心理而制造出来的投机工具。人们根本不问公司是做什么的，只要是股票，就会购买，唯恐错过任何一匹"黑马"。此时，人们已经丧失了理智，坚信股价一定会涨，而且肯定会有买主出更高的价格。

非理性预期滋生泡沫与欺骗

与荷兰郁金香投机狂潮所不同的是，英国南海泡沫是投机与欺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

骗相结合的产物。南海公司故意在公众面前制造出实力雄厚的假象，在取得政府和大众信任后，以获取丰厚利润为诱饵，使投资大众落入他们的圈套，而丧失了来之不易的积蓄。

在股市这样的利益场中，难免有人为了自己的利益而挖空心思去坑害别人，尽管各国的证券监管机构做出了各种不懈的努力来加强管理，但疏漏之处在所难免，这也是证券市场要防范的金融风险之一。

上个世纪90年代乃至本世纪初，我国股票市场虚构利润、伪造财务报表、侵占上市公司资源等损害投资者权益以满足少数人私欲的现象也层出不穷，上市公司老板掏空公司后“跑路”事件也一度频频上演。某些上市公司和庄家的联手行为，更是疯狂而肆意地掠夺股市资源。而唯有规范市场、加强法治，广大普通投资者的权益才能真正得到应有保护。近十多年来，监管、信息披露及法制的加强，降低了风险，为价值投资创造了一个更为良好的投资环境。

无论是成为最光彩夺目泡沫的南海公司，还是后来吹出许多小气泡的其他公司，它们的出现都和公众的非理性预期有着密切的关系。人们求富的愿望是如此急切，似乎根本来不及仔细考虑一下那些美妙说词的真实性。只要看到南海公司豪华的外表，即可判断出该公司实力雄厚，并且前程远大。

在南海泡沫危机中，涌现出大量的投机骗子，他们所推出的五花八门融资提案，很多都是根本不切实际的。那些方案如此愚蠢可笑，在事后，任何一个理智的人都会看出是骗人的把戏。可当时不理智的人们，宁可相信有人能从铅中提炼出金银或造出“永动机”，也不愿怀疑这些能给他们带来“财富”的泡沫。无怪乎这场投机，会演变成一次吹气泡的狂潮。

由此，不禁想到我国股市中不断变化的题材概念和“热点板块”。机构或者股评人士经常适时地向投资大众大力推荐某个新颖或时髦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的概念，再加以媒体宣传的配合，就可以炒作出一个热点板块。实际上，包装“概念”外衣的上市公司是否真的具有如人们所预期的前景，或者这些高额的盈利目标是否能够真正实现，恐怕并没有多少人能冷静地做出理智的判断。

不可否认，在热点板块中有潜质较好的股票，但很多人只是跟风而上，既不对板块中的个股加以区分，也不做细致的公司分析和价值判断。当热点发生变化、人们的兴趣发生转移时，那些价格“大红灯笼高高挂”的题材或概念股，由于没有价值作为支撑的基础，股价一般都会迅速滑落。

俗话说，一个巴掌拍不响。设置陷阱的人是可恨的，理应受到制裁，但如果人们不是因为贪婪和轻信，又怎么会出现那么多的气泡公司？南海泡沫事件过后，英国举国上下强烈要求严惩负责人，却没有人反思自己。查尔斯·麦凯在他的经典之作《惊人的流行妄想回忆录》中叙述道：“大众与南海公司同样犯有过错，却毫不反思，几乎没有人批评人们的轻信与贪婪……”

在历史长河中，投机狂潮之所以能够一幕又一幕地上演，就是因为千百年来人们贪婪的本性没有改变，而且随时可能被诱惑而激发。只有对人性加以客观反思，才能真正做到“吃一堑、长一智”。投资者如果不能认识到问题的本质所在，则下一次很可能还会不得不咽下贪婪酿造的苦果。

三、亚洲几大股市历史演变的启示

日本股市——太阳也会西落

1945 年 9 月，驻日盟军司令道格拉斯·麦克阿瑟将军在接见美国记者时说：“由于这场战争，日本已降为四等国。”二战留给日本人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的是一片废墟。战后的日本国民为了糊口，甚至将所穿衣服一层层脱下来变卖，犹如竹笋剥皮，被称之为“竹笋生活”。

战后的日本却创造了震惊世界的经济奇迹：七八十年代经济增长率曾高居世界榜首，成为仅次于美国的超级经济大国。日本的房地产市场和股票市场也经历了20世纪八九十年代最蔚为壮观的潮起潮落。

1955年至1990年，日本房地产市场价值上涨超过了75倍。美国的面积比日本大25倍，然而1990年日本房地产市价总值却是全美房地产总值的5倍。这确实是够荒唐的：理论上，日本人只要卖掉东京，就可以买下美国所有的房地产；只要卖掉皇宫及其庭院，就可以买下整个加州。

作为经济的“晴雨表”，日本股市曾经随着20世纪七八十年代的“经济奇迹”而飞快地膨胀起来。在七八十年代，日本股市的年收益比美国股市高出10个百分点以上，也高于其他任何一个工业化国家。1989年，这个人口只有美国一半、面积只有美国4%的小小岛国，却不可思议地拥有一个股票市价总值超过美国或整个欧洲市场的股市。在1989年的巅峰期，日本股市市价总值几乎是美国股市总值的1.5倍，占全球资本市场约45%。日本最大证券商野村证券市值竟然超过所有美国证券商市值总和。

相信稳固基础理论的投资者被股市的持续上涨惊得目瞪口呆，他们难以置信地读着这些：日本股市平均市盈率60多倍，股价几乎是净资产值5倍，远超过股利200倍。相对而言，美国当时股市市盈率不过是15倍，而伦敦只有12倍。

推动日本房地产和股市的“神话”有两个：第一，日本的地价永不会下跌；第二，股票价格只会上涨。野村证券打动知识分子的广告主题是：“哥白尼对托勒密。”它将野村对日本股市永远牛市的前瞻，比喻为地球和行星围绕太阳转的哥白尼学说，而将股票和房地产价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过高的负面说法，比喻为太阳绕地球运行的托勒密天动说。

股市多头们对每项质疑股市的问题也似乎都有答案："市盈率过高吗?"日本分析师们回答说："不高，因为我们高估了折旧。""股价是净资产的5倍，难道不危险吗?"分析师们回答："一点也不，因为账面价值并未反映日本企业所有土地的大幅升值。"……

乐观继续孕育着乐观，盛宴似乎永无止境。股价上涨使日本国民如醉如痴，完全失去了往日的理智，纷纷投身股市。然而，和历史上任何一次狂热投机一样，过度上涨的股价必然会下跌。涨潮自有落潮时，太阳能上升，但也会西沉。自誉为"日不落帝国"的日本，"神话"也一个接一个地破灭。

1989年12月29日，日经指数上升至38 915点的历史最高位后跌落，从此开始漫长而无奈的熊市岁月。见图8.2。为刺激经济，银行利息一降再降，甚至降至零利率时代。然而，一切都无济于事，股市仍是一跌再跌，熊途漫漫，长夜难明。

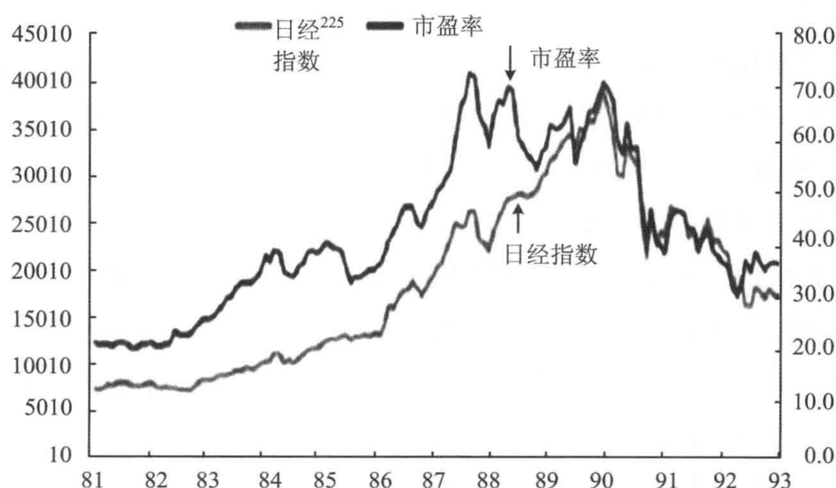


图8.2 1981年至1993年日本股市日经指数与市盈率走势图

随着日本战后婴儿潮出生的人在2007年开始步入退休年龄，人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

口结构的老龄化更使得收复38 915点的历史高点几乎成为一个遥不可及的梦。日本经济经历第一、第二个迷失的十年，而今仍然在第三个迷失的十年中挣扎、徘徊。

日本经济为何会长期衰落？也许体制的落后、观念的落后，才是其经济停滞不前的根源。也许长期繁荣后的长期调整，符合人类基本的经济规律。当股市年年增值的神话破灭后，日本人无奈地承认，“永不沉落的太阳”正摇摇欲坠，风雨中摇曳的太阳旗，孤独而凄凉地飘零着。

日本股市的兴衰历程带给我们的启示是：

其一，盛极而衰，这是历史的规律。日本股市今日衰落是为当年疯狂所付出的代价，泡沫破灭后必将是长期的萧条，就像当年“郁金香”风波后的荷兰或“南海泡沫”危机后的英国。泡沫经济的破灭既是无奈的，也是必然的。

其二，神话终究是要破灭的，而造神者必然要为之付出沉重的代价。1987年，芝加哥商品交易所主席利奥·梅拉米德访问日本时，向主人询问日本股票的高价值从何而来，主人回答说：“您不明白，我们日本确定股票价值的方法是全新的。”此时，梅拉米德已确信，这将又是一场疯狂投机的闹剧，日本股市空前的大牛市行情即将结束。因为“历史是会重演”的，忘记历史教训的人终将自食其恶果。

由此联想到美股已持续半个多世纪的大牛市行情。2001年连续十次降息及其他强力刺激经济的政策，使道·琼斯指数于2001年12月上旬又重新回到10 000点以上，纳斯达克指数也突破2000点大关。2004年以来，美国经济和股市也呈现出一定的上升势头。2008年的金融海啸曾重创美国经济和股市，但在持续三轮的量化宽松货币政策刺激下，2012年美国经济开始显现出企稳恢复迹象。2013年初，美国经济呈现复苏势头，道·琼斯指数也创下新的历史高点。

然而，市场经济有其自身规律性，该发生的注定要发生，这是人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力作用难以抗拒的。如果美国经济机制本身需要一次调整，那么股市早晚还得有所反映。经济的长期趋势是由经济机制本身的内在要求所决定的，政策调控也只能改变经济短期或中期趋向。

经济常常是起伏交替，股市也总是有涨有跌，就像大海的涨潮与退潮。也许美股道指早晚会步日本股市二十多年前的后尘，也许美国人更聪明，能不断为经济增长注入新的活力，牛市也将会得以延续。

中国台湾股市——劫后期待新生

台湾——茫茫大海上的一叶孤岛，在全球化和两岸关系忽暗忽明的风雨中飘摇，其政治、经济前景均不明朗。作为亚洲“四小龙”之一，台湾地区也曾创造出令世人瞩目的经济奇迹。20 世纪 80 年代后期，台股扶摇直上，涨幅居世界首位，交易量达全球第三，几欲赶超日本。然而，泡沫一旦破灭，留下的又是什么？就像历史上任何一次投机狂潮一样，是一幕从疯狂到崩跌的闹剧。



图 8.3 台湾股市加权指数 1981 年至 2009 年走势

台股是以 1966 年为基期 100 点计算，初期曾跌至最低点 94.4 点。1967 年至 1969 年的三年内，台湾股市如一潭死水，指数在 94.4 至 114.54 的范围内窄幅整理、徘徊。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1973 年最高涨至 514.85 点，后因能源危机转为熊市；1977 年 7 月底开始反转，至 1978 年 10 月 6 日创下 688.52 点的历史新高。1979 年的第二次能源危机，使台湾陷入近四年之久的熊市；1982 年 8 月 17 日，中美联合公报发表，台股雪上加霜，指数跌破 430 点。

1983 年，因国际经济景气复苏，台股迎来大牛市行情：1983 年 4 月涨至 938 点；1986 年突破 1000 点大关，且全年都在 1000 点附近盘整。1987 年 3 月向上突破后，牛脾气大发，至 1987 年 10 月 1 日涨至 4673 点。美股“黑色星期一”也引发台湾股市短期下调，但很快再度发威，至 1988 年 9 月 24 日涨至 8788 点高位，随后出现较大的调整，至 1989 年 1 月跌至 4873 点后再度拉起，向上突破 10 000 点大关后又再度跌破，并在 8000 点附近整理。

1990 年 2 月 12 日，台股达到它最辉煌的顶点——12 682 点的历史最高点。盛极而衰，台股漫长的熊市从此拉开帷幕。从 1990 年 2 月起，不到 8 个月时间，台股指数竟戏剧化地跌至 2482 点，暴跌了 10 200点，跌幅约为 80%之多，勇夺全球股市跌幅之最的桂冠。

台股在 1990 年 2 月的历史最高点时，市场平均市盈率超过了 100 倍。弹丸之地的小岛，股票市价总值竟高于 1985 年的英国，也高于 1969 年除美国之外的世界股市的市价总值。

所谓的“台湾之子”上台后，台湾股市却老老实实地趴下去了。台股指数从其上台前的 10 000 点左右，一路狂跌，“911”恐怖袭击后竟跌至 3411 点的低位。

在民进党执政时期，与股市一路下滑相映衬，台湾经济也是阴云密布。近几年，随着与祖国大陆政治和经济关系的改善，台湾经济进入恢复性增长，股市也开始有所起色。见图 8.4。

2008 年金融海啸使台股跌幅达 50%以上，但很快持续回升并收复失地，近两年在 8000 点上下震荡整理。如此强劲的走势得益于国民党马英九的当选，结束了所谓“台湾之子”的腐败政治和不作为的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济，两岸关系持续改善，台湾赢得巨大商机并持续受益。



图 8.4　台股加权指数近几年走势

12 682 点的历史高点已套牢了台湾股民 24 个年头，还要再套多少年？台湾股市何时才能重焕生机？谁能为台湾经济注入生机与活力？答案只有一个，那就是海峡两岸的和平统一、互利双赢。

实际上，未来影响台湾股市的最本质因素，取决于其政治趋向。只有顺应不可逆转的历史大趋势，沿着以务实态度促成海峡两岸和平统一的方向推进，台湾经济和股市才能持续注入活力，并真正重获新生。海峡两岸的和平统一，也有助于中国这个地球上人口最多的国家民主化进程的加快。

显然，政治风向标的走向是牵动台湾股市未来最敏感的神经。战火一起则生灵涂炭，多少代人辛苦积累的财富将化为乌有，股票还有何价值可言？也许会回到 1966 年的 100 点从头再来。

未来充满了不确定性，何去何从，世事难料。当年康熙大帝经过长达 22 年的苦苦等待，历经九次和平谈判却未果，最后决定选择武力收复台湾。在强大的军事威慑和政治攻势下，郑氏集团放弃了武力顽抗的企图，接受清政府招抚，台湾问题得以和平解决。

历史会惊人地相似吗？超级大国的介入，使海峡两岸的未来可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能比康熙大帝时代存在更大的变数。然而，毕竟世界又经历了三百多年的文明进化，海峡两岸的中国人应有能力、有智慧创造一个新的奇迹，康熙大帝时代军事进剿、武力促统的一幕或许不再会重演。

中国香港股市——历尽沧桑见彩虹

从一个小小渔村，到举世闻名的国际金融中心，香港，百年沧桑，百年动荡，股市也历经坎坷，最终迎来辉煌。

近几十年来，港股的起伏与中国内地的政治经济动向息息相关。“文革”灾难波及香港，港股恒生指数重挫，1967 年 8 月最低跌至 58.61点，随后迎来一段牛市行情，恒生指数于 1973 年 3 月 9 日创下 1774.96 点的历史高位。1973 年，中东战争引发石油危机，香港经济深受影响，股市也出现罕见的股灾，至 1974 年 10 月 12 日，恒指跌至 150.11 点，跌幅高达 90%以上，足可与美股 1929 年的那次重大股灾相“媲美”。1976 年 9 月 9 日，伟人毛泽东与世长辞。消息公布后，引发香港股市大跌。

1979 年 4 月 6 日，当时的港督麦理浩访问中国内地归来讲道：“邓小平曾说投资者可放心在港投资”，一句话刺激港股大幅回升。1982 年 9 月 22 日，撒切尔夫人正式访华，与中国领导人商讨香港前途问题，股市动荡不安。9 月 27 日，中国领导人宣布 1997 年收回香港主权，令港股狂泻至 676.30 点。1985 年 5 月 27 日，中英联合声明正式生效，香港股市全面回升，于 1986 年 1 月 8 日创下 1826.84 点新高。

1987 年 10 月 19 日，美股“黑色星期一”引发全球股市狂泻，港股当日下跌 420 点，联交所宣布停市 4 天。10 月 26 日，复市后的港股一路狂泻至 1120 点，日跌幅达 33%。

1989 年 6 月，受“六四”政治风波影响，恒生指数从 5 月份 3329.05 点跌至 6 月 6 日的 2022.19 点，跌幅达约 40%。

从 1989 年 6 月以来，港股步入牛气冲天的强劲上升时期。恒生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数从 1989 年 6 月 6 日的 2022.19 点，至 1993 年底冲过万点大关，香港回归的 1997 年更是冲过了 15 000 点。东南亚金融危机，使恒生指数大幅回落，至 1998 年 8 月最低跌至 6000 多点，随后进入恢复性上升，并于 2000 年两次摸高 17 000 多点后跌落。

2001 年 的"911"恐怖袭击，也使恒指从事件发生前的 10 417 点高位快速跌落，最低跌至 8894 点，但三周后即收复失地，两个多月后恒指重新站在了 11 000 点以上。受益于内地经济的持续快速增长，港股 2006 年初再度爆发大牛市行情，恒生指数从 15 000 点起涨，至 2007 年 10 月上升至 31 958.41 点的盘中最高点，上一个牛市结束时间与沪、深股市基本相同，但其近几年股价走势相对更为坚挺。

纵观港股的历史演变，堪称是惊涛骇浪拍港岛，历尽沧桑见彩虹。见图 8.5，图 8.6。上个世纪七八十年代的港股走势，犹如玩"蹦极"，其大起大落的振荡幅度远远超过沪、深股市初期，尤其是几次崩溃式下跌，为世界股市所罕见。香港作为东西方文明交汇的自由港，其股市的大起大落也成为那个时代东西方政治经济冲击下的历史见证。

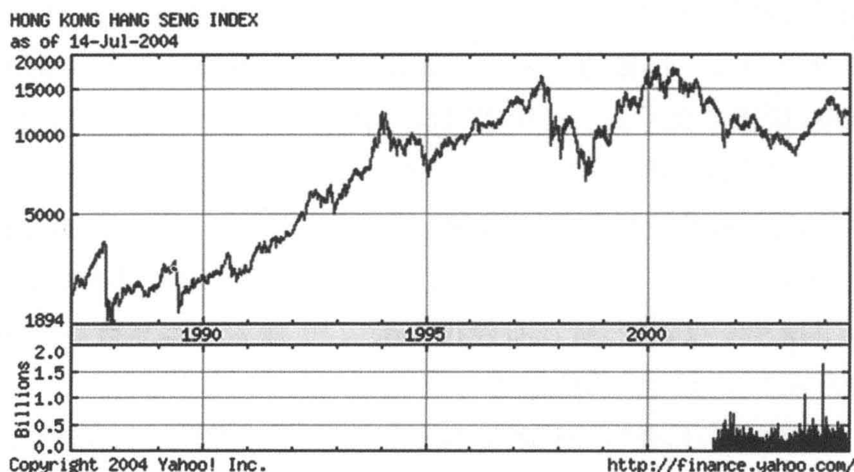


图 8.5　香港恒生指数历史走势图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

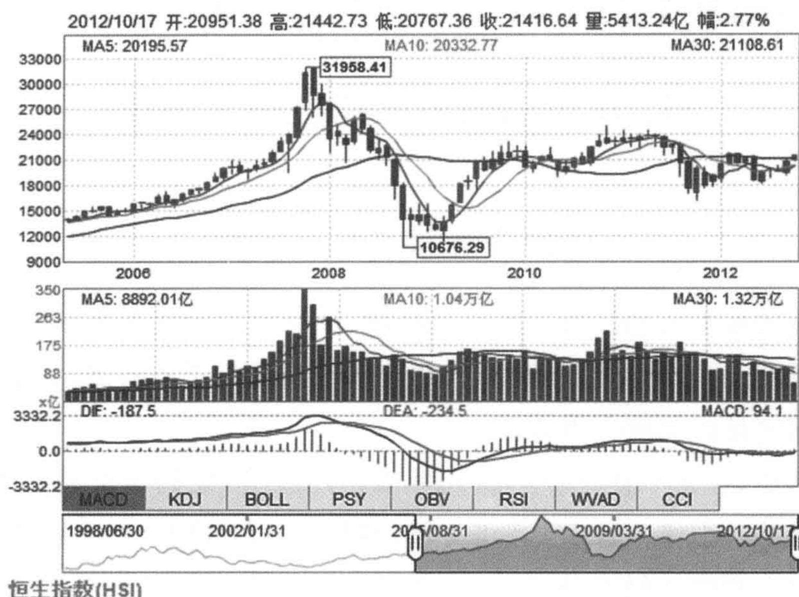


图 8.6　近几年香港恒生指数走势

港股的历史演变带给我们以下几点启示：

① 政治格局及其发展趋势，对经济会产生重大影响，因而会引起股市的剧烈波动。

② 经济趋向决定股市的长期趋势。内地经济和对外贸易的持续高速增长，香港是最大的受益者。就投资的本质而言，也唯有经济的增长才能整体提升股票的价值，这是股市长期走好充分而且必要的条件。

③ 股价的波动是永恒的，即使成熟股市也免不了会出现大起大落。从港股的历史走势，可以发现其上升过程中曾出现过多次较大的逆向波动，而其经济的持续强劲增长最终决定了股市的长期向好趋向。

因此，我们对沪、深股市未来长期趋向的判断，应建立在对我国经济长期趋势分析的基础之上。我国经济的持续强劲增长，也将继

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续对香港经济的持续高速发展构成强有力的支撑。

四、重灾后的美股跨世纪大牛市

1929年美国崩溃的股市

美国资本市场是当今世界最高效、最具活力的资本市场，美国经济已持续了半个多世纪的繁荣，在此基础上诞生了历时之久、涨幅之大全球罕见的美股大牛市。

然而，这并不意味着美国人可以超凡脱俗，他们也会犯与“郁金香狂潮”和“南海泡沫危机”相类似的错误。20世纪20年代，在这块崇尚自由和成长机会的乐土上，曾发生过人类文明社会中最大的一次投机热和股市崩盘，对当时的美国社会乃至世界经济都造成了重大影响。

从19世纪后30年开始，美国经济进入高速发展时期。到了20世纪初，美国已经把英、法、日等国甩到了后面，成为世界头号经济强国。虽然也参加了一战，但由于战场不在本土，美国经济的强劲增长并未因此受到严重影响。相反，战争需要消耗的大量物资使得美国企业开足马力生产以满足需求，不但国内就业扩大，外贸出口也迅速上升，国际收支状况大为改善，美国一举由债务国变成了债权国。

大发战争财为美国经济带来一派繁荣景象，似乎人人都相信这种繁荣将永久持续下去。此时的纽约已成为世界重要的金融中心，美元甚至代替英镑成为主要的国际支付手段。

繁荣中孕育着投机的气氛，华尔街自然成了万众瞩目的焦点。1928年，股市投机已成为全美休闲运动，人人乐于此道。无论是政界要人和大财阀，还是擦皮鞋男孩和扫大街清洁工，都不顾一切地涌入股市。股市在急剧地升温，1928年3月到1929年9月期间，股价上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨的幅度相当于过去5年的涨幅，日涨幅超过10%的个股屡见不鲜。

1929年9月3日，市场平均股价达到了此后25年都未能超越的顶点。“无尽的繁荣”之链即将断裂，其实在此之前几个月，一般的商业活动就已经开始走下坡路了。

1929年9月5日，正当人们翘首企盼更美好的一天时，一位其貌不扬的金融专家罗杰·贝森在金融家午餐会上给股市泼了一盆冷水：“我重复去年和前年在此说过的话，一场市场崩溃迟早要来临。……工厂将会倒闭，工人将会失业，恶性循环将会到来，后果将是一场空前的灾难和危机……”

果然，当天下午股市大幅跌落，出现了所谓的“贝森金口”。市场信心立刻随之动摇。尽管银行家、政府官员甚至总统都向公众保证美国的经济前景是乐观的，但仍无济于事。

1929年10月24日清晨，美国总统胡佛在向新闻界发布的讲话中说：“经过繁荣的七年，我们的经济是建立在殷实和富有的基础上，生产和分配并未失去往日的平衡，经济形势平稳，投资者的忧虑是多余的。”

历史一再重复的规律是：一旦投机“泡沫”升空，则必将以报复性的下跌结束，非人力可以左右。当市场发生恐慌时，谁也无法挽回。胡佛的演讲言犹在耳，一场更大的抛售潮已铺天盖地而来，举国上下茫然失措。

1929年10月28日，星期一，是纽约证券交易所历史上最悲惨的日子之一，以后仅有1987年10月19日（日跌幅22.62%，世界金融史上另一个黑色的星期一）、20日的惊慌失措才可与之相比。当日成交量空前放大，股价下跌创下日跌幅12.82%的历史记录。

随后长达三年，股市均处于惨淡的大熊市中。直到1932年股市才触底，道指从1929年9月最高386点跌至1932年7月的最低40.6点，跌幅高达近90%！见图8.7。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随之而来的就是美国社会经济长达五年的“大萧条”(Great Depression):工厂倒闭,银行破产,无数人无家可归……1929 年至 1933 年,美国国民收入由 878 亿美元降至 402 亿美元,下降了 50%以上。

1929 年的股市崩溃,不但断送了美国人永久繁荣的美梦,所造成的经济影响也迅速在资本主义世界蔓延开来,并导致了全球性经济危机。

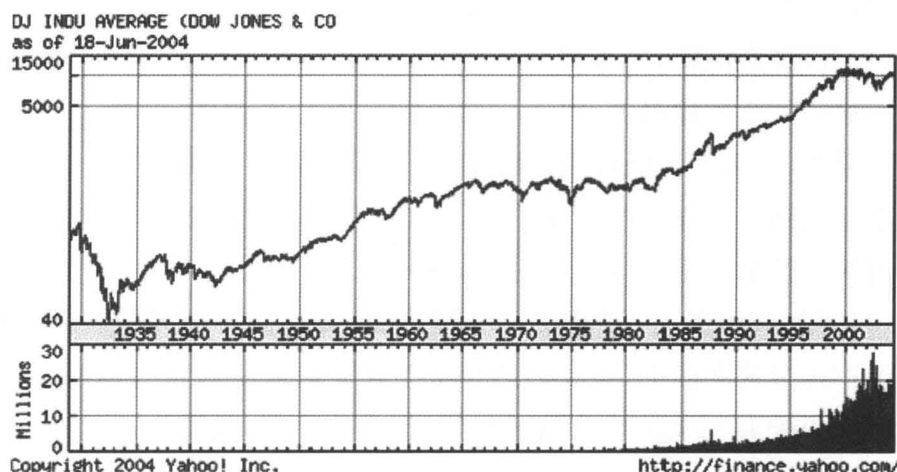


图 8.7 美股道指历史走势

对于这场经济灾难,需要进行反思的不仅是当时的美国政府及华尔街,还应该有普通的投资大众。同郁金香投机狂潮和南海泡沫一样,历史又一次向世人证明,在长时间的持续繁荣后,普遍的过度乐观心理,会使人们的头脑开始膨胀,危机和隐患也就日益严重,“算总账”的日子必将到来。

不但普通大众对经济和股市抱以极高的热情,就连众多金融界知名人士,如纽约股票交易所副总裁理查德·惠特尼、美国国民商业银行总裁米切尔等,他们乐观的论调也使得投资大众更加深信美国经济将永久繁荣。1928 年,胡佛在竞选总统时,也乐观地预言:“贫穷从这个国家消失的日子将很快到来。”无疑,在这次投机狂潮形成过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

程中，这些知名人士的论调起到了推波助澜的作用。事实证明，即使是权威的金融界人士，也会受非理性心理预期影响而做出错误的判断。尤其是当大众的看法趋于一致时，更不能盲目迷信权威人士。

股市崩溃的危害不仅仅表现在股票所代表的实质资产的贬值，上市公司在股市中正常的融资活动被破坏，而且还对人们未来的投资信心造成沉重的打击。由于人们遭受了巨大损失，消费欲望大减，社会总需求也相应下降，造成了更为严重的商品积压。这一切必然导致经济运行水平下降和长期的大萧条。

这场金融危机迅速波及其他经济领域，给美国经济带来极其沉重的打击，并成为一次规模空前的全球性经济危机。这场危机使整个资本主义世界工业生产降低了40%，退回到比1913年还低10%的水平。

傲视全球的美股超级大牛市

当年陷入1929年至1932年重大股灾的整整一代美股投资人，几乎都对重灾后的美国股市近乎绝望，留下挥之不去的浓重阴影。

然而，美股却出乎绝大多数人的预料，如“凤凰涅槃”般劫后重生，从1932年最低40.6点开始了一个持续上升、屡创新高的跨世纪超级大牛市。虽然先后经历了第二次世界大战、朝鲜战争、越战、多次经济危机、金融危机和能源危机等诸多不利事件的影响，美股道指却保持了长达80年屡创新高的超级大牛市。

美国1933年国民总收入402亿美元，2011年上升至134 373亿美元，78年的时间里保持7.74%的年均复合增长率。

若按美股1932年末为40.6点为起点(年末指数因数据不详按年内最低)计算，至1999年12月末道指收盘报11 497.12点，67年间保持8.79%的年均复合增长率；若按美股1932年末为40.6点为起点计算，至2011年末道指收盘报12 217.56点，79年间保持7.49%的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年均复合增长率。

从上述数据可知，美股道指从1933年以来的79年间，年均复合涨幅(7.49%)与美国国民收入的年均复合增长(7.74%)情况基本一致。

五、选择决定未来

选择的力量

以上对美股道指、沪深综指以及香港恒生指数、台湾加权指数、日本日经指数等几个主要股市指数进行了粗略的分析，在这里想告诉投资者的是：股票投资不能“只见树木不见森林”，对股市大趋势的判断是投资制胜的关键。

股市的大趋势主要取决于宏观经济的景气程度。在影响股价变动的诸多市场因素中，宏观经济周期的变动是最重要因素之一，它对企业经营及投资者信心都具有极大的影响。

不可否认，处于宏观经济不景气大背景下的股市中，可能会有一些好股票，如果你身怀“慧眼识真金”的功夫，在这样低迷的市场中不能说没有机会。

但显而易见的是，如果你选择投资于一个处于长期繁荣增长经济大环境中的股票市场，在这个市场中选择到好股票的机会无疑要大得多，成功的机会也会大大增加。

如果在1990年初，你选择了美国股市、中国沪深股市或香港股市这样处于经济长期高增长的市场进行长线投资，按市场平均水平计算，你的财富在随后的十年中应该会有大约五至十倍的增长。而若你在1990年初选择了中国台湾或日本这样的宏观经济开始走下坡路的股市，那么按照市场平均水平，长线持股10年后将会使你的财富缩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

减50%至70%。

超级大牛市——历史会重演吗?

三十多年来,我国经济始终保持以近两位数的速度高速增长,经济增长速度远远高于同期世界经济的增长速度。2008年金融海啸后,中国经济增长速度虽有所下降,但仍然维持在较高水平。

作为2008年金融海啸发生地和重灾区,美股随后几年的走势却依然坚挺,2009年3月最低跌至6440点后重新步入牛市,按2012年10月17日道指13 548点收盘价,与金融海啸前的14 280点高点相比跌幅仅约5%。2013年3月,道指更是创下14 585点的历史新高。见图8.8。

然而,与金融海啸并无直接关系的中国,经济高增长背景下的沪、深股市,与之相比却是颜面扫地。按照沪市2012年10月17日的2105点,与金融海啸前的6124点高点相比,跌幅仍高达66%,大熊市持续长达五年多,历时之久居然超过了美股1929年至1932年的那次重大股灾。

两个市场偏离基本面的价格与价值的严重背离,不由得使人联想到1990年初的日本、中国台湾股市与当时的美股和中国港股的状况。经济前景不佳而市盈率本应该低的日股、中国台股却不可思议地高达六十多倍,经济持续高增长使市盈率本应该高的美股、中国港股却仅有十多倍。市场的这个错误,在随后的二十多年里都处在被纠正之中。

沪、深股市2012年平均市盈率水平,甚至低于经济增长乏力的美欧股市,尤其16家上市银行股,市盈率最低时仅为美国、中国香港银行股市盈率的1/3左右。如果这是市场的错误,那么以后几年必定会得到纠正。沪、深股市整体市场,尤其是一些价格严重背离其价值的行业板块,市盈率向正常水平回归将是一个必然的趋势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

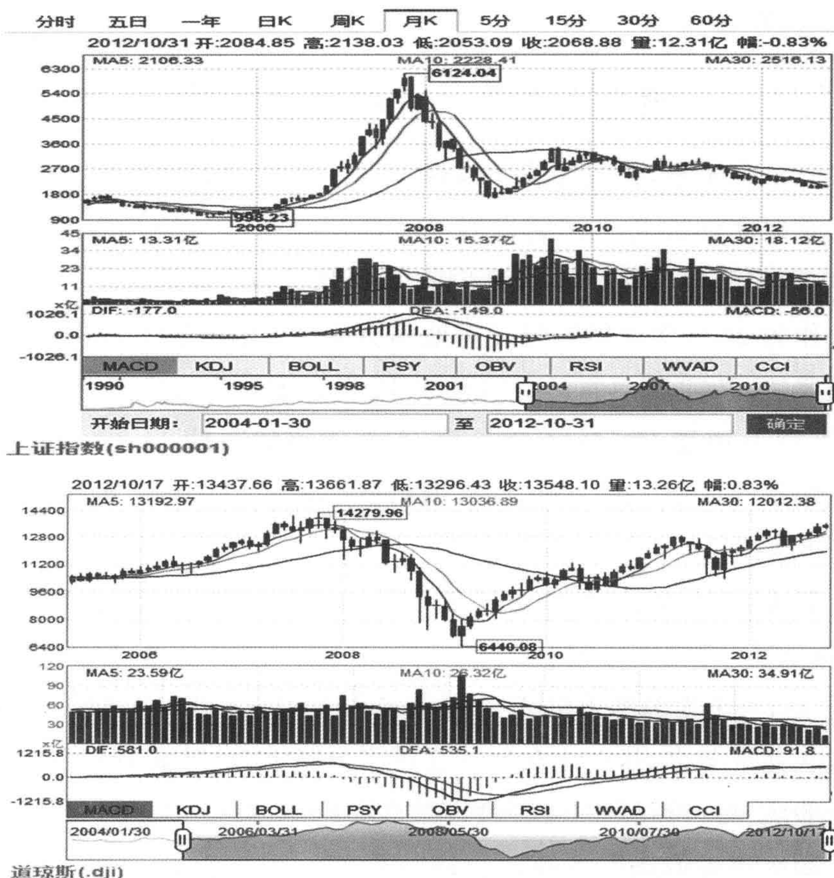


图 8.8　金融海啸前后上证指数与美股道指走势对比

历史会重演吗？劫后重生，沪、深股市还能再创辉煌吗？答案要看作为其增长基础的经济的未来长期趋向。应该说，作为中国的投资者，还是相当幸运的。之所以幸运，是因为从全球视野看，我们仍然处于民族复兴、经济腾飞的伟大历史进程之中。

我国国民总收入 1978 年仅为 3645.2 亿元，至 2011 年国民总收入达到472 115.0亿元，33 年间增长 128.5 倍，年均复合增长率高达 15.88%。国民总收入 1990 年、2000 年、2011 年依次为 18 598.4 亿元、88 254.0 亿元、472 115.0 亿元，由此可以得出，1978 年至 1990 年、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1990 年至 2000 年、2000 年至 2011 年三个时间段，国民总收入年均复合增长率依次为 14.55%、16.85%、16.47%，增长势头并无减弱迹象。

从上节"傲视全球的美股超级大牛市"部分，对美国国民总收入的长期增长率与美股道指长期涨幅的计算可知，二者的长期年均复合增长率基本一致。再看看近九年来中国国民总收入与股指涨幅情况：

2002 年国民总收入 103 935.3 亿元，2011 年国民总收入 472 115.0亿元，九年间年均复合增长率为 18.31%；以沪市为例，上证指数 2002 年末收盘 1357.65 点，2011 年末收盘 2199.42 点，九年间年均复合增长率为 5.51%。

显然，近九年的沪市涨幅与国民收入增长有巨大的差异。差异越大，越是表明未来存在巨大的上升空间。况且，2012 年我国国民总收入仍有不俗增长，且未来十年有望持续保持高速增长。可见，目前沪、深股市总体价格水平之低和未来上升空间之巨大。

再从上一章经济增长五大动力来源看，如果世界政治、经济大格局不出现重大变化，赶超型的中国经济在未来十到二十年持续高速增长的战略态势就不会改变。经济的长期增长必将推动股市持续演绎出精彩。

从 2012 年有关经济数据看，经济结构性调整和战略转型已初见成效，并将持续深化。经济将从粗放式、数量型增长，逐步向质量效益型提升转化，很多行业和企业面临新的机遇。2012 年前三季度，我国内需对经济的拉动作用为 105.5%，外需为－5.5%，经济发展已建立在扩大内需这一战略基点上。在内需拉动经济增长的份额中，消费占 55%，投资占 50.5%，消费对经济增长的贡献率自 2006 年以来首次超过投资。

在 2002 年到 2012 年的 11 年中，中国股市在 2/3 以上的年份里都处在凄风苦雨的熊市调整之中。从平衡和对称的角度看，一个反向的根本性扭转很可能出现在下一个十年中。经济的持续快速增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

备管理优异、成长潜力大、价值被市场严重低估三位一体投资条件的企业，股价将会出现10倍以上的涨幅。对投资者而言，能否在充满机遇的“森林”中找到并抓住潜力巨大的“良木”，决定着你未来财富故事的结局。

本章要点汇总

◎　在历史长河中，投机狂潮之所以能够一幕又一幕地上演，就是因为千百年来人们贪婪的本性没有改变，随时可能被诱惑而激发。只有对人性加以客观反思，才能真正做到“吃一堑、长一智”。

◎　历史上一再重复的规律是：一旦投机“泡沫”升空，则必将以报复性的下跌结束，非人力可以左右。

◎　事实证明，即使是权威的金融界人士，也会受非理性心理预期的影响而做出错误的判断。尤其是当大众的看法趋于一致时，更不能盲目迷信权威人士。

◎　选择投资于一个处于长期繁荣增长的经济大环境中的股票市场，在这个市场中选择到好股票的机会无疑要大得多，成功的机会也会大大增加。

◎　如果世界政治、经济大格局不出现重大变化，赶超型的中国经济在未来十到二十年持续高速增长的战略态势就不会改变。经济的长期景气增长必将推动股市演绎出精彩。

◎　在2002到2012年的11年中，中国股市在2/3以上的年份里都处在凄风苦雨的熊市调整之中。从平衡和对称的角度看，一个反向的根本性扭转很可能出现在下一个10年中。

◎　预计在本轮牛市时间及空间均不可低估，尤其那些具备管理优异、成长潜力大、价值被市场严重低估三位一体投资条件的企业，股价将会出现10倍以上的涨幅。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录一　现金流折现法评估股票价值

理论测算模型的导入

股票是股权的象征，是持有者对发行股票的企业拥有所有权的凭证。购得股票，即按股份获得了一定份额的所有权（包括资产的所有权和享有公司盈利的分红权）。投资者购买股票，是为了获得该股票未来的所有收益，包括未来可能获得的红股、红利和卖出股票后获得的差价收入。

从理论上讲，股票的内在价值为自评估之日起，至企业存续期满为止，股票持有者所获得的所有收益的现值，即：

$$V = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{d_i}{(1+r)^i} \quad (4)$$

其中：V 为股票每股价值；

d_i为第 i 年度每股派发股利；

r 为折现率或投资者可接受的投资年收益率。

假定企业以后各年度派发股利相同，即：

$$d_i = d\ ,\quad i = 1,\ 2,\ 3,\cdots,$$

则由等比级数的计算公式可知，上式可简化为：

$$V = \frac{d}{r} \quad (5)$$

若企业以后各年度派发股利以 $1+g$ 的固定比例增长，即 $d_i = d_0(1+g)^i$，则通过数学推导可得：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$V = \frac{d_1}{r-g} \tag{6}$$

公式(6)仅当 $g<r$ 时才有意义。当增长率 g 等于零时，公式(5)与公式(6)是完全相同的。

然而，理论模型仅仅为价值评估提供某种思路，企业实际的收益变化情况及分红派息绝非如此简单。在科技迅猛发展和竞争空前激烈的今天，看清企业的未来变化变得愈来愈困难，愈是远期的预测愈是缺乏可靠性。

因此，进行价值测算时，首先要通过行业分析及公司分析寻找到一个尽量符合实际的企业未来盈利变动情况，再选择适当的折现率和测算模型评估其价值。另外，公司的红利分配往往以红股和现金红利相结合的方式进行，这更为测算带来困难；有些高成长性公司处于扩张期，尽管收益丰厚，却往往利润留存比例较大而派息较少，因而很难用适当的红利折现模型测算其价值。

显然，股票价值需要对上市公司进行综合分析后做出判断，任何数学模型的测算只能为我们判断价值提供一定的参考依据。相对于市盈率的简单实用，红利折现以及其他一些数学模型的测算，由于设定一些参数，难免带有一定的主观色彩，有时甚至与实际存在较大偏差。所以，判断股票价值时，应以市盈率法为主，并将市盈率法和红利折现模型测算结合起来考虑。

引入合理市盈率评估股票价值

对公司未来经营的每一年度收益及派息情况均做出预测，其测算结果必然与实际情况有较大偏差，且愈是远期的预测其可靠性愈小。然而，如果进行全面深入的公司分析和行业分析，就有可能较好把握公司未来两三年的业绩增长情况，并以此测算股票价值。

按这一考虑的测算思路是：将可以较好预测的公司未来两三年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益派现值折合为现值，并判断两三年后股票有投资价值的合理市盈率价格，再将按此价格卖出所得收入折合为现值。上述两部分相加，即为股票价值测算值。

为讨论方便，特做如下假定：(1) 投资者所选择的上市公司，均连续 s 年高速增长，其净利润年增长率为 e，随后逐步进入成熟期；(2) 企业每年将盈利的 70%以现金形式分配给投资者。考虑到派发现金红利时按 10%所得税率纳税，则投资者实得派现额要打九折。由此可得公司前 $s-1$ 个年度中所得分红值折合现值为：

$$V_1 = 0.7 \times 0.9\, d_0\left[\left(\frac{1+e}{1+r}\right)+\left(\frac{1+e}{1+r}\right)^2+\cdots+\left(\frac{1+e}{1+r}\right)^{s-1}\right]$$

即

$$V_1 = 0.63 d_0 \sum_{i=1}^{s-1}\left(\frac{1+e}{1+r}\right)^i \tag{7}$$

其中：V_1 为公司前 $s-1$ 个年度分红现值；

d_0 为前一年度每股收益；

e 为公司第 1 年至第 s 年的净利润增长率；

r 为折现率或投资者可接受的投资年收益率。

现金流折现的基本思路是，考虑资金的时间价值。简单地说，即为现在的 1 元钱和一年后、二年后、三年后的 1 元钱，均是不等价的，它们之间的关系可通过按一定折现率折现后得出。

第 i 年，公司的每股净利润为 $d_0(1+e)^i$，考虑到资金的时间价值，取 r 为折现率或投资者可接受的投资年收益率，则第 i 年的每股净利润折合现值为：

$$d_{i现} = \frac{d_0(1+e)^i}{(1+r)^i}$$

将前 $s-1$ 年的每股净利润折合现值后相加，再乘以相应系数(0.63)，即得公式(7)。

在一个有效的资本市场上，投资者可接受的收益率，一般与市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预期的收益率相同，市场预期收益率是市场各种可能收益率分布期望值的加权平均值，竞争将促使投资者可接受的收益率与市场预期收益率在同一水平上。

美国股王巴菲特对折现率或投资者可接受的投资年收益率的取值为美国 30 年期国债的年利率。这样一个无风险利率取值，应该低于应有的折现率值，巴菲特的做法是用增加安全边际来弥补这一不足。参照我国目前的长期国债利率，2012 年第二期凭证式国债于 8 月 10 日至 8 月 19 日发行，5 年期票面年利率为 5.32%；2012 年 5 月，财政部招标的 280 亿元人民币 50 年期固息国债，中标利率为 4.25%。综合考虑，折现率取值为 6%较为适当。

由于假定上市公司 s 年中均连续保持以年增长率 e 增长，可得公司第 s 年每股净利润预测值为：

$$d_s = d_0(1+e)^s \tag{8}$$

假定第 s 年该股有投资价值的合理市盈率Ⅱ标准为 j，则该股有投资价值的市场价应为：

$$P = j \cdot d_s \tag{9}$$

当然，由于市场的非理性，实际价位与之相比可能会偏高或偏低。将上述以合理市盈率标准定位下的市场价折合为现值，即：

$$P_0 = \frac{P}{(1+r)^s}$$

将(8)，(9)代入上式，即得：

$$P_0 = j \cdot d_0 \frac{(1+e)^s}{(1+r)^s} \tag{10}$$

该股票投资价值应为其前 $s-1$ 年中分红现值与第 s 年股票按以合理市盈率标准的市场价折现值之和，即：

$$P_z = V_1 + P_0$$

将(7)、(10)式代入，即得：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$P_z = 0.63d_0 \sum_{i=1}^{s-1} \left(\frac{1+e}{1+r}\right)^i + j \cdot d_0 \left(\frac{1+e}{1+r}\right)^s \quad (11)$$

其中：P_z为该股票内在价值测算值；

d_0为前一年度每股净利润值；

j 为第 s 年有投资价值的合理市盈率Ⅱ标准；

e 为该股 s 年中连续保持的净利润增长率；

r 为折现率或投资者可接受的投资年收益率。

对上述公式中的系数因子 0.63，投资者测算时可根据不同上市公司红利分配政策及公司实际现金流情况做出适当调整。

股息分阶段增长贴现模型

从股票的内在价值考虑，合理的股价水平可视为该股清盘前各年度的分红现值与清盘时的每股净资产现值之和。即可由公式表示为：

$$P_z = \frac{j_n}{(1+r)^n} + \sum_{i=1}^{n-1} \frac{q_i}{(1+r)^i} \quad (12)$$

其中：q_i为第 i 年度的每股红利值；

j_n为第 n 年末的每股净资产值；

r 为折现率或投资者可接受的投资年收益率；

n 为该股票至清盘时可运作的年限；

P_z为该股票内在价值测算值。

若 $n \to \infty$，则公式(12)成为：

$$P_z = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{q_i}{(1+r)^i} \quad (13)$$

实际上，上市公司的经营业绩，由于受到各种内部环境及外部环境因素的影响，总是处于周期性变动之中，上市公司将经历投入期、成长期、成熟期、衰退期等。有远见的投资者，总是倾向于选择处于成长期的上市公司股票，并利用股票市价与其内在价值的偏离获取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合理的投资收益。买股票是买企业的未来，没有成长性的当然不是好股票。我国宏观经济正以8%左右的增长率持续快速增长，很多上市公司作为行业中的排头兵，往往有更加惊人的高成长性。

通过对上市公司经营发展状况及其主营业务市场前景的调研，可以较好地把握公司未来经营业绩增长情况，选择处于成长期上市公司的股票买入。若使股息现金流折现模型公式(13)具实际可操作性，考虑对所选择的上市公司做如下假定：① 该上市公司处于成长期，公司年税后利润将连续 s 年以增长率 e 增长，第 $s+1$ 年其税后利润年增长率大幅衰减为 ε(第 $s+1$ 年为成长期与成熟期之间的过渡期)；② 公司从第 $s+2$ 年进入成熟期，从该年度起公司税后利润以较低的年增长率 e' 长期稳定增长；③ 假定上市公司每年均以现金红利方式，将税后利润的70%向投资者派发，考虑到所得税(假定为10%)，投资者实得每股派现额为每股收益的0.63倍；④ 公司未来年度不进行增资扩股。

根据上述假定，可得股票内在价值的计算公式为：

$$P_z = 0.63d_0\left[\sum_{i=1}^{s}\left(\frac{1+e}{1+r}\right)^i + \frac{(1+e)^s(1+\varepsilon)}{(1+r)^{s+1}}\sum_{i=1}^{\infty}\left(\frac{1+e'}{1+r}\right)^i + \frac{(1+e)^s(1+\varepsilon)}{(1+r)^{s+1}}\right]$$

将上式整理后，得：

$$P_z = 0.63d_0\left[\sum_{i=1}^{s}\left(\frac{1+e}{1+r}\right)^i + \left(\frac{1+e}{1+r}\right)^s \cdot \frac{1+\varepsilon}{r-e'}\right] \tag{14}$$

其中：d_0 为前一年度每股收益；

e 为公司成长期的税后利润年增长率；

ε 为公司过渡期($s+1$ 年)的税后利润年增长率；

e' 为公司成熟期的税后利润年增长率；

s 为公司税后利润年增长率可保持为 e 的年数；

r 为折现率或投资者可接受的年投资收益率；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

P_z为股票的内在价值测算值；

$e'<\varepsilon<e$，$e'<r$(否则上式无意义)。

公式(14)实际上是将公司未来的派息现金流分为三个阶段，即成长期(s 年)、过渡期(1 年)和成熟期(年数视为∞，实际远大于 s 即可)。而公司的实际经营中，过渡期可能不存在，也可能是两年或两年以上。

若不考虑过渡期，即只考虑成长期(s 年)和成熟期(∞年)，则可得当今西方股市流行的二阶段增长贴现模型为：

$$P_z = 0.63d_0 \sum_{i=1}^{s}\left(\frac{1+e}{1+r}\right)^i + 0.63d_0\left(\frac{1+e}{1+r}\right)^s \sum_{i=1}^{\infty}\left(\frac{1+e'}{1+r}\right)^i$$

由 $\sum_{i=1}^{\infty}\left(\frac{1+e'}{1+r}\right)^i = \frac{1+e'}{r-e'}$，可得：

$$P_z = 0.63d_0\left[\sum_{i=1}^{s}\left(\frac{1+e}{1+r}\right)^i + \left(\frac{1+e}{1+r}\right)^s\left(\frac{1+e'}{r-e'}\right)\right] \qquad (15)$$

其中：$e'<e$，$e'<r$(否则公式无意义)；

d_0，e，e'，s，r 等参数意义与公式(14)中相同。

量化分析的困惑

从上述分析，得出测算股票内在价值的股息三阶段增长贴现模型(公式(14))和二阶段增长贴现模型(公式(15))。采用公式(14)或公式(15)测算股票内在价值时，实际上都做了很多假定，而上市公司的实际盈利增长和分红派息方式可能与上述假定存在较大偏差。公式(14)和公式(15)的测算，除对公司分红派息方式做出按每股收益的 70%派发现金红利的假定以外，另有四五个参数值需要做出假定，而其中任一个参数的设定不合理，均将影响到测算结果与股票实际价值的偏离，这也正是定量分析难以精确估计股票内在价值的原因所在。

可见，运用公式(14)或(15)测算股票内在价值，其主要困难在于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难以准确给出 s, e, e', ε, r 等参数值。

况且，公司的盈利增长和分红派息方式可能与所选择的固定模式存在较大偏差。例如，参数 s 值，评估时设定为 2 或 3，而实际上公司税后利润以高增长率 e 增长可能持续不了两至三年，也可能持续三年以上。公式(14)设定的过渡期为一年。而实际过渡期可能有两至三年，也可能没有过渡期(此即二阶段股息增长贴现模型公式(14))。所设定的公司进入成熟期后长期保持恒定的增长率 e'，更是一种理想模式。例如，四川长虹 1994，1995，1996，1997 年税后利润增长率分别为 64.9%，62.7%，45.6%，55.9%，但 1998 年税后利润却下降了 23.3%，直接从成长期进入衰退期。当然，四川长虹的异常波动是由于彩电价格战的恶性竞争所致，但也表明企业经营面临诸多错综复杂的内外部环境因素，准确地预测未来变动是极为困难的，甚至可以说是不可能的。

采用数学模型测算股票的内在价值，研究者在确定模型中的某些参数时，必然或多或少地带有主观判断的色彩，根据数学模型所测算出的最终价值也将由于参数设定所存在的主观偏见而与股票真实内在价值存在一定偏差。

难以预测是市场永恒不变的特征。无论宏观经济处于扩张期或是收缩期，无论市场是蒸蒸日上还是每况愈下，投资者都应该清醒地认识到：股票价值不是由评估人或研究机构的预测所决定的，而完全是由投资者所投资的上市公司的经营业绩、经营实力和市场前景所决定。成功投资的关键在于正确理解什么是价值和推动股票价值增长的动力源泉所在。上市公司的内部和外部因素总是在发生变化，有些变化有利于其内在价值的提升，有些变化则不利于或降低其内在价值。任何数学模型所获得的价值评估测算值仅为投资决策提供某种参考，而更为重要的是，通过对上市公司内在价值的评估，可以获得许多更有价值的信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值评估过程，有助于投资者理解股票价值的决定因素，并理解一些基本的问题。例如，投资者应为超常的增长率支付多高的价格？品牌的价值是多少？股票内在价值的评估结果还具有很强的时效性，当上市公司的内部或外部环境因素发生变化时，需要对有关参数进行修正或更新，并重新评估其股票价值。

将本节价值测算模型公式(14)或(15)与上节动态市盈率观念的测算模型相比较，动态市盈率测算模型简单、实用、可操作性强，更适合于广大普通中小投资者运用。对专业研究机构而言，由于有雄厚的研究力量，并可取得上市公司的积极配合，通过对不同上市公司所处行业状况及各种内部与外部环境因素的详尽分析论证后，也许有可能找到较为符合实际情况的 r，s，e，ε 及 e' 值，并获得较为接近真实价值的股票内在价值测算值。

相对而言，引入合理市盈率评估股票价值方法，由于涉及带有测算者主观色彩的设定参数较少，测算结果更加可靠和实用。

普通投资者阅读专业机构的投资价值分析报告时，应将重点放在对其测算模型及有关参数选择依据的理解上，这样才能充分认识到其测算结果是偏于乐观或偏于保守，并正确把握影响其价值变动的主要因素，并根据这些因素的变化适时采取相应的投资决策。

这里虽给出测算股票内在价值的一些方法和测算公式，需要强调的是，任何价值测算模型均非投资制胜的法宝。股票价值应该是对上市公司诸多内部和外部环境因素综合分析后得出的判断，而有些影响其内在价值的主要因素是不能精确化、定量化的。例如，企业的管理者素质，明智而符合市场需求的经营发展战略是企业取得成功的重要因素，而一项战略失误足以毁掉一个好企业。

股市有句谚语："买股票是买董事长。"同样的企业由不同素质的人领导，其价值变化会有天壤之别。例如，青岛海尔上市后若不是由张瑞敏领导，而换一个品行不端的人或是一个庸碌之辈，则今天的青

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

岛海尔没准已是个 ST 股。另外，企业技术开发能力的优劣也是难以量化的。新产品的开发，将使企业不断获得新的利润增长点，抢先占领市场并取得竞争优势，股票的内在价值当然也随之获得提升。可见，对股票内在价值的评估是一项复杂而极具挑战性的工作，需要投资者进行全面深入地综合分析后做出判断。

价值投资是一种中长期投资策略，关键在于找到价格与价值严重背离的时机并果断买进。价格对价值的偏离有时很快得到修正，而有些股票的价值回归过程却长达数年之久。例如，美国股王巴菲特的成功范例之一是对华盛顿邮报的投资，他于 1973 年投入 1060 万美元买入该股，当时该股股价偏离巴菲特测算的评估价值约 80%，而一年后其市价却跌至 800 多万美元，股王账面亏损了约 20%。随后，股价开始进入长期上升轨道。二十多年后，该项投资为巴菲特赢得五十多亿美元的投资回报。

被誉为华尔街教父的本·格雷厄姆曾经说过：“短期内市场是台投票机器，由狂想、贪婪和恐惧来决定如何投票；长期来说市场是台测重仪，按照公司的内在价值来评价一个公司。”根据价值评估选择目标后，不要为市场的盲动所迷惑。当你坚信支撑股票内在价值的基本因素未发生变化时，应耐心持股等待股价的回升，被市场疯狂和恐惧所扭曲的股价，早晚要回归其价值。

中国股市虽然还是一个投机性很强的市场，但在其逐步规范和走向成熟的过程中，股票价格向其价值回归是未来股市发展的重要方向。那种垃圾股鸡犬升天、绩优股倍受冷遇的现象，将会在股市的结构性调整中逐步得到纠正。随着股市的逐步走向成熟，以价值分析为核心的基础分析方法和投资理念必将受到愈来愈多的投资者青睐，理性投资会逐步成为沪、深股市的主流趋势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录二　作者 2003 年至 2012 年各年年末持股占比及收益情况

时间	股票或资金	占账户总值比例	上证指数年涨幅	账户年收益率
2003 年	福田汽车	51.0%	10.27%	16.13%
	华菱星马	41.5%		
	年末资金	7.5%		
2004 年	福田汽车	6.9%	−15.4%	−20.93%
	北生药业	59.0%		
	吉恩镍业	33.1%		
	年末资金	1.0%		
2005 年	北生药业	55.8%	− 8.33%	− 4.77%
	吉恩镍业	21.3%		
	年末资金	22.9%		
2006 年	中金岭南	11.6%	130.43%	58.96%
	金智科技	3.0%		
	年末资金	85.4%		
（本年内中线持有过的其他股票：吉恩镍业）				
2007 年	年末资金	100.0%	96.66%	26.6%
（本年内中线持有过的股票：云南铜业、吉恩镍业、锡业股份）				
2008 年	年末资金	100.0%	−65.39%	9.52%
（本年内中线持有过的股票：无）				

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们只是设法在别人贪心的时候保持谨慎恐惧的态度，而唯有在所有的人都小心谨慎的时候，我们才会勇往直前。

——沃伦·巴菲特

投资大众所犯的最大错误就是非常注意价格，而不是价值。

——查尔斯·H·道

大师也无法预测未来。听信股市大法师预言的人必将抱憾终生。

——彼得·林奇



CHENGZHANG GU JIAZHI TOUZI

定价：38.00元



ISBN 978-7-312-03220-2